

DOI: 10.26794/1999-849X-2024-17-2-6-16

УДК 338.1(045)

JEL E22, E60, E011, O16

## Влияние финансового сектора на экономический рост

О.С. Сухарев

Институт экономики Российской академии наук, Москва, Россия

### АННОТАЦИЯ

*Предмет исследования* — влияние финансового сектора и релевантных параметров, характеризующих финансовую сферу экономики, на экономический рост России. *Цели работы* — выявление основных сложностей в оценке влияния финансов на рост экономики, а также установление степени оказываемого финансовыми инвестициями и богатством воздействия на динамику российской экономики на выбранном интервале времени. *Результатом исследования* стало подтверждение положения о том, что финансовые инвестиции в России тормозили экономический рост. *Общий вывод* настоящего исследования сводится к тому, что базовым императивом финансовых рынков должно стать согласованное развитие различных экономических секторов, направленных на обеспечение устойчивого экономического роста. Финансовый сектор России в существенной степени сдерживал на определенном этапе экономический рост, а снижение процентной ставки приводило к многократному увеличению инвестиций в основной капитал реального сектора. Для достижения устойчивого роста относительно высокими темпами требуется решение задачи целенаправленного обеспечения финансами релевантных видов экономической деятельности исходя из планов структурной организации национального хозяйства и управления изменением этой структуры. Бюджетное планирование выступает лишь одним из видов планов и не может подменять как индикативное и общее стратегическое планирования, так и народнохозяйственные планы. В современной теории поведенческих финансов и финансовой математики не предусмотрен учет ни эффектов паники, ни стохастики финансового рынка, ни требующихся способов его регулирования, что подвигает ученых к разработке новых моделей финансового сектора и теории финансов.

**Ключевые слова:** финансовый сектор; финансовое богатство; финансовые инвестиции; институциональное смещение финансового рынка; экономический рост

**Для цитирования:** Сухарев О.С. Влияние финансового сектора на экономический рост. *Экономика. Налоги. Право.* 2024;17(2):6-16. DOI: 10.26794/1999-849X-2024-17-2-6-16

### ORIGINAL PAPER

## The Impact of the Financial Sector on Economic Growth

O.S. Sukharev

Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences, Moscow, Russia

### ABSTRACT

*The subject of the study* is the influence of the financial sector and relevant parameters characterizing the financial sector of the economy on Russia's economic growth. *The objectives of the work* are to identify the main problems in assessing the impact of finance on economic growth, as well as to establish the degree of impact exerted by financial investments and wealth on the dynamics of the Russian economy at a selected time interval. *The result of the study* confirms the position that financial investments in Russia had a retarding effect on economic growth. *The general conclusion of this study* is that the basic imperative of financial markets should be the coordinated development of various economic sectors aimed at ensuring sustainable economic growth. The Russian financial sector significantly restrained economic growth at a certain stage, and a decrease in the interest rate led to a multiple increase in investments in fixed assets of the real sector. To achieve sustainable growth at a relatively high rate, it is necessary to solve the problem of purposefully providing finance for relevant types of economic activities based on plans for the structural organization of the national economy and management of changes in this structure. Budget planning is only one type of plan and cannot replace

© Сухарев О.С., 2024

both indicative and general strategic planning and national economic plans. The modern theory of behavioral finance and financial mathematics does not take into account either the effects of panic, or the stochastics of the financial market, or the required ways of regulating it, which encourages scientists to develop new models of the financial sector and financial theory.

**Keywords:** financial sector; financial wealth; financial investments; institutional shift of the financial market; economic growth

**For citation:** Sukharev O.S. The impact of the financial sector on economic growth. *Ekonomika. Nalogi. Pravo = Economics, taxes & law*. 2024;17(2):6-16. (In Russ.). DOI: 10.26794/1999-849X-2024-17-2-6-16

## ВВЕДЕНИЕ

Предметом рассмотрения учеными современного состояния экономического роста, включая не потерявший своего значения анализ факторной основы и условий обеспечения его темпа [1], становится оценка влияния отдельных элементов и секторов экономики на ее рост, а также на самостоятельные виды деятельности [2; 3]. В частности, в работе Дж. Зейра и Х. Зоби [2] продемонстрировано, что возникновение новых секторов экономики сопровождается ростом их производительности и одновременно увеличением предельных издержек, что сначала повышает диверсификацию экономики, затем понижает ее, подчиняя политику роста условию взаимозаменяемости секторов в границах рассматриваемой экономической структуры. Однако в отношении финансового сектора такой вывод вряд ли будет справедлив. Согласно работе [4], несмотря на отмечаемое благоприятное влияние финансового сектора на экономику в ряде государств, дальнейшее финансовое развитие будет оказывать неблагоприятное воздействие на экономический рост вследствие действия различных экономических режимов и условий этого влияния, зависящих от многочисленных обстоятельств и даже от глобальных институтов (включая международную валютную систему) и др.

Существует целый пласт исследований, рассматривающих процессы наращивания финансовых активов [5; 6], функционирования элементов финансового сектора, а также влияние финансового и нефинансового богатств на макроэкономическую динамику [7] или финансовых инвестиций на экономическое развитие [8].

Анализ влияния экономического роста на финансовое развитие, так же как на состояние коррупции, подтверждает долгосрочную причинно-следственную связь указанных параметров в развивающихся государствах, несмотря на то, что в развитых странах она отсутствует [9].

В развивающихся странах стимулирование экономического роста способствует финансовому развитию, в то время как борьба с коррупцией тормозит это развитие. Такой парадоксальный вывод свидетельствует о наличии некой связи между финансовым развитием и коррупционными-спекулятивными схемами, возникающими в области финансов в некоторых странах, подтверждая выдвинутый в ряде работ тезис: нет неизменных и неизменных результатов экономического роста.

Различным странам свойственна своя специфика, которую предопределяет множество факторов, включая международные аспекты. Что же касается моделирования, то с его помощью можно предугадывать иррациональное поведение агентов финансового рынка вписывать использование финансовой математики в существующие и применяемые модели роста, куда бы включались факторы — детерминанты роста и меры реализуемой политики.

Кроме этого, эффекты паники и стадного поведения, стохастика финансовых рынков, а также применяемые меры регулирования не включаются даже в финансовые модели, не говоря уже о моделях роста. Все вышеперечисленное было уяснено в период кризиса 2009 г. в работах Дж. Акерлофа, Р. Шиллера и П. Кругмана [10; 11]. Однако приемлемых решений, на наш взгляд, им дать не удалось, возможно, вследствие объективных свойств современных финансовых рынков и институтов, а также идеологических установок на сдерживание в области их регулирования.

Предложение мультипликатора доверия свелось к измерению некоего агрегата доверия на финансовом рынке, но сама агрегация (метод) и поиск корреляционных связей этого агрегата с иными параметрами, включая рост экономики, оставляют желать лучшего, поскольку не позволяют выявлять инструменты регулирования, избирательно влияющие с предсказуемыми последствиями на финансовое развитие и экономический рост.

К тому же такой агрегат с трудом поддается включению в создаваемые финансовые и ростовые модели экономики. Структура самого финансового сектора и рынков товаров при этом не учитывается в связке с иными важными структурными влияниями на экономический рост [12].

Напрашивается вывод о том, что дезорганизация международных финансовых институтов, влекущая возникновение рисков в отношении национальных финансов в ходе развертывания политики «глобального эксцесса» [13], а также воспроизводственная роль финансов [14] не учитываются в теории поведенческих финансов, так же как во влиянии на финансовую структуру, связанную с иными экономическими структурами, обеспечивающими рост хозяйства [12; 14], хотя имеются исследования [15], в которых делается попытка поиска ответа на вопрос о том, как изменение базисной структуры экономики влияет на изменение финансовой структуры.

Однако следует заметить, что такое воздействие наверняка происходит по каналам прямой и обратной связи. Эту взаимность детерминации экономической и финансовой структур сложно раскрыть существующими методами анализа. В работе [15] утверждается, что именно трансформация экономической структуры предопределяет развитие финансовой системы, подстраивающейся посредством финансовых институтов и рынков капитала под функционирование конкретных отраслей. Вместе с тем следует принимать во внимание, что финансовые кризисы и состояние финансовых институтов, включая рынок капитала, детерминируют возможности такого развития отраслей.

Таким образом, подобные исследования, а их существует большое число, ограничиваются рассмотрением прямого аспекта влияния без учета системных взаимных связей. В других работах [16] делаются акценты на обратном влиянии, не принимая во внимание доводов и результатов, изложенных в работе [15]. Вне всяких сомнений, банковские и валютные кризисы, а также общая нестабильность финансовых институтов поощряют сдержанное развитие и понижают потенциал роста с вытекающим рецессионным давлением на экономику в целом. Так, банковский сектор как ядро финансового сектора влияет на развитие сельской и индустриальной экономик, негативно воздействуя на первую и не оказывая влияния на вторую [17].

Обратное влияние на банки со стороны индустрии бывает положительным, а со стороны сель-

ского хозяйства — негативным. Однако во всех рассматриваемых работах важно определение того, как измеряется финансовый сектор или финансовое развитие, а также каким методом оценивается влияние на избранные в качестве измерителей параметры. От этого зависят все последующие выводы, которые, на наш взгляд, не могут делаться без оговорок и уточнения того, по каким странам и для какого периода времени они получены. Например, в исследовании А. Гоша демонстрируется, что глобальная банковская система на интервале 1998–2013 гг. по выборке, состоящей из 138 стран, действовала в процессе возрастания на понижение экономического роста [18]. Этот итог согласно А. Гошу справедлив для стран с относительно низким уровнем дохода и формирующимся рынком.

Как видим, выводы весьма противоречивые или дискуссионные и не вполне однозначные, что вызвано многими обстоятельствами, включая то, что, не принимая во внимание иные факторы торможения роста, весьма не просто свести эффект торможения исключительно к росту мирового банковского сектора. Ведь также увеличивались иные секторы экономики, происходила структурная трансформация и даже возрастала численность населения, что могло быть фактором не ускорения, а торможения общего экономического роста.

Исследования, посвященные оценке влияния финансового сектора и рынков на экономический рост, как правило, не учитывают обратных связей и сводят это влияние к зависимости от следующих позиций:

- частного кредитования реального производства (быстрый рост такого кредитования без увеличения производства тормозит экономический рост) [19];
- функционирования фондового и банковского секторов [20];
- структурной непропорциональности финансового и реального секторов (несбалансированности развития), когда общий рост зависит от соотношения роста финансового и реального секторов, а также устойчивости инвестиций и уровня потребления [21];
- уровня дохода стран, когда для низкого и среднего доходов практически отсутствует связь между финансовым развитием и ростом, а для наиболее богатых стран она обнаруживается, причем рост сильнее влияет на финансы, нежели финансы на рост [22];

- в долгосрочной перспективе для стран с высоким доходом обнаружена перевернутая U-образная связь между финансами и их ростом, подтверждая наличие связи между финансовым развитием и оптимальным ростом [23].

Подводя итог вышеприведенному, отметим, что важное значение имеет оценка финансового развития по нескольким вводимым показателям, что сложно осуществить по одному показателю и невозможно по агрегированию некоего набора финансовых параметров. Поэтому требуется учет данного обстоятельства в части формулировки общего вывода из проводимых исследований.

### ПОДХОДЫ К ОЦЕНКЕ ВЛИЯНИЯ ФИНАНСОВОГО СЕКТОРА НА ЭКОНОМИЧЕСКИЙ РОСТ

Финансовая экономика<sup>1</sup> является во многом собирательным понятием общего назначения, а при анализе влияния на экономический рост используются более конкретные представления о финансовом секторе, хотя трактовки финансового сектора в разных странах и финансовых документах регуляторов отличаются. Так, согласно определению Международного валютного фонда в состав указанного сектора входят все финансовые корпорации, предоставляющие финансовые услуги<sup>2</sup>, включая страховые и пенсионные сервисы<sup>3</sup>. Эта деятельность обычно предполагает финансовое посредничество, аккумулирование финансовых ресурсов, кредитование и приобретение финансовых активов. Согласно Федеральному закону от 10.07.2002 № 86 «О Центральном Банке Российской Федерации (Банке России)» (далее — Закон № 86) к финансовому сектору относятся субъекты, контролируемые макрорегулятором, включая кредитные (банки и прочие кредитные организации) и не кредитные (агенты рынка ценных бумаг, инвестиционные, пенсионные, паевые, акционерные фонды<sup>4</sup>) организации.

<sup>1</sup> Этот термин после кризиса 2009 г. стал часто встречаться в литературе.

<sup>2</sup> Сюда включаются депозитные корпорации, банки, Центральный банк, фонды денежного рынка, инвестиционные и пенсионные фонды, финансовые корпорации и фонды, посредников, страховые организации и т.д.

<sup>3</sup> Подробнее см.: Monetary and Financial Statistics Manual and Compilation Guide. IMF, 2016.

<sup>4</sup> Здесь не приводится полный список из Закона № 86, включающий также микрофинансовые, клиринговые организации, депозитарии и репозитарии, ломбарды и пр.

Таким образом, понятие финансового сектора более или менее определено, поскольку точно обозначены его состав, виды деятельности. Другое дело, что способы его измерения могут отличаться в зависимости от стран, если осуществлять его согласно разному составу финансового сектора (без унификации, которая возможна). В его рамках может реализовываться учет финансов в широком спектре как финансов населения, денежной системы, поскольку все указанные элементы так или иначе причастны к оказанию финансовых услуг. Кстати, за счет перечисленных элементов можно расширять представление о финансовом секторе, основная задача которого состоит в экономическом развитии и росте в обеспечении деятельности реальных секторов экономики авансовым капиталом (фондированием).

Вышеприведенное позволяет выделить два вида влияния финансового сектора на экономический рост.

*Во-первых*, это деятельность организаций финансового сектора, слагающих его состав и создающих некую добавленную стоимость. По этому параметру можно оценивать и размер самого сектора (долю финансовых организаций — финансового сектора в ВВП), и вклад этих организаций в динамику совокупного продукта. Обозначим данное влияние первым типом.

*Во-вторых*, это кредитование реального сектора, динамика роста авансового капитала и фондирования экономики. В этом случае можно оценивать изменение финансовых и прочих активов, фондов финансового капитала, финансирования (кредитования) реального сектора из разных источников и эффективность обеспечения субъектов хозяйствования финансами для поддержания экономического роста. Обозначим данное влияние вторым типом.

Своеобразная сумма влияний первого и второго типов демонстрирует общее воздействие финансового сектора на экономический рост. Однако нужно осознавать, какая сумма здесь имеется в виду, поскольку линейное суммирование вышеприведенных влияний не будет верным. Видимо, для оценки влияния правильнее всего говорить о воздействии первого и второго типов, поскольку они представляют собой разные стороны общего влияния, хотя они каким-то образом связаны между собой, так как фондирование реального сектора зависит от деятельности финансовых организаций и эффективности работы финансовых институтов.



Кроме указанных двух подходов к оценке влияния финансового сектора на экономический рост, возможно применение метода измерения финансового и нефинансового богатств страны в связке с параметрами роста экономики, а также с оценкой вклада в темп увеличения финансовых и нефинансовых инвестиций [7; 8; 12]. Эти методы позволяют устанавливать изменение структуры «финансовое — нефинансовое богатство» и «финансовые — нефинансовые инвестиции», влияющее на экономический рост. Такая оценка является обобщенной, что и составляет ее преимущество перед отдельной оценкой влияний по первому и второму типу.

В экономической литературе, конечно, встречаются показатели, характеризующие работу финансового сектора и позволяющие давать оценку его состоянию и влиянию на экономический рост, например волатильность фондового и валютного рынков, устойчивость работы пенсионной и страховой систем, банковской системы, в частности генерация банковского или валютно-финансового кризиса в стране, свертывающего обычно возможности дальнейшего роста прежним темпом. При всей важности этих аспектов они представляют собой тем не менее характеристику только части финансового сектора, хотя и наиболее важной в разворачивании финансового кризиса, который может быть вызван не только внутренними, но и внешними причинами через кризис платежного баланса.

Слабый финансовый сектор, низкая эффективность финансовых институтов выражаются в низких значениях оценок по первому и второму типу влияний, способствуя низкому темпу ВВП, а при соответствующих условиях, провоцирующих рецессию, — отрицательному темпу роста. Поэтому оценка устойчивости отдельных рынков в рамках финансового сектора исполняет важную информационную роль индикатора неблагоприятного развития ситуации в финансовом секторе, имея ту или иную возможность ее перенесения на общее ухудшение функционирования экономики.

Более или менее точные оценки динамики финансового и нефинансового богатств страны, финансовых и нефинансовых инвестиций также выступают важнейшими индикаторами, детерминирующими экономическое развитие и темп экономического роста. Оценка таких связей и влияний также представляется полезной в деле исследования влияния финансового сектора на экономический рост. Причем в идеале при постановке задач должно

учитываться следующее обстоятельство: экономический рост укрепляет или ослабляет финансовые институты и финансовый сектор страны, который в эпоху глобализации и цифровизации подвержен существенным экзогенным влияниям.

Посредством суммирования вышеприведенных факторов можно выделить несколько основных направлений исследования влияния финансового сектора на экономический рост:

- оценка каждого элемента финансового сектора, воздействующего на динамику ВВП страны, либо сектора в полном объеме, осуществляемая агрегатно, например влияние валютного рынка или банков, или фондового рынка на темп роста;
- оценка при помощи специально разрабатываемых и по этой причине безупречных индексов (или обобщенных показателей), скрадывающих отдельные релевантные факторы влияния, приобретающие больший вес в силу разных причин, например индекс «глобального финансового стресса»;
- применение моделей финансового сектора, вписанных в модели экономического роста по тем или иным параметрам, обычно не учитывающим обратные влияния и системность связей;
- оценка финансовой устойчивости, стабильности, стресса или форм регулирования финансового сектора — финансовая репрессия, а также экологических, социальных и корпоративных факторов и вытекающих рисков (ESG-модели оценки);
- оценка эффекта цифровизации и ввода блокчейна в финансы и платежные операции.

Необходимо особо отметить, что агрегация является крайне ограниченным с точки зрения методологии способом анализа влияния финансового сектора на экономический рост по причине того, что данный метод нивелирует отдельные факторы, которые могут оказаться важными, и может не включать в рассмотрение целую совокупность причин. Во всяком случае это явно не лучший метод, но зато приобретший огромную популярность и ставший чуть ли не базовым в методологии подобных исследований. Представляется, что важными аспектами должны быть эмпирический анализ и поиск связей между конкретными наиболее информативными показателями, отражающими функционирование финансового сектора и экономики в целом. Такие связи можно искать как по отдельным параметрам попарно, так и между некими наиболее значимыми обобщенными показателями, например динамикой ВВП страны и институциональным смещением фи-

нансового рынка либо финансовой и нефинансовой компонентами национального богатства и инвестиций [7; 8; 12].

В данном случае параметры имеют явно системное значение, но это не агрегаты, полученные индексным методом, что выступает очевидным преимуществом с исследовательской точки зрения — получения итоговых оценок связи указанных величин.

На примере российской экономики рассмотрим возможную оценку воздействия финансового богатства и формируемых на ее основе финансовых инвестиций<sup>5</sup>, влияющих на экономический рост. Под финансовым богатством понимается вся совокупность финансовых активов, причем имеющих достаточную ликвидность, стоимость которых определяется правом собственности и договорным правом. К ним относятся наличные деньги, акции, облигации, взаимные фонды и банковские депозиты и т.д.<sup>6</sup>

### **ВЛИЯНИЕ ФИНАНСОВОГО БОГАТСТВА И ИНВЕСТИЦИЙ НА ЭКОНОМИЧЕСКИЙ РОСТ В РОССИИ**

Национальное богатство страны может играть роль фундаментального показателя, характеризующего возможности (потенциал) и сложившиеся условия по созданию текущего ВВП, и определяться как сумма финансовой и нефинансовой частей активов за вычетом обязательств страны<sup>7</sup>.

<sup>5</sup> «Финансовые инвестиции — это вложения организации в государственные и муниципальные ценные бумаги, ценные бумаги других организаций, в том числе долговые ценные бумаги, в которых дата и стоимость погашения определены (облигации, векселя); вклады в уставные (складочные) капиталы других организаций (в том числе дочерних и зависимых хозяйственных обществ); предоставленные другим организациям займы, депозитные вклады в кредитных организациях, дебиторская задолженность, приобретенная на основании уступки права требования, вклады организации-товарища по договору простого товарищества и пр.». URL: Росстат <https://www.gks.ru/folder/14476>.

<sup>6</sup> Global wealth data book. URL: <https://www.credit-suisse.com/media/assets/corporate/docs/about-us/research/publications/global-wealth-databook-2019.pdf>. В отличие от финансовой состоятельности, нефинансовое богатство представлено материальными (нефинансовыми) активами, имеющими стоимость, задаваемую физическими характеристиками (включая интеллектуальные активы в виде патентов и торговых знаков).

<sup>7</sup> Global wealth data book URL: <https://www.credit-suisse.com/media/assets/corporate/docs/about-us/research/publications/global-wealth-databook-2019.pdf>.

В сравнительном анализе развития стран было бы целесообразным устанавливать, какую величину продукта удастся создать с единицы национального богатства или каждой его компоненты (финансовой, нефинансовой, а также еще трех базовых компонент — физического, человеческого и природно-ресурсного капитала). Выгодно создавать с наименьшим богатством большую величину ВВП. В этом процессе значение имеют связь и взаимная детерминация по крайней мере двух базовых компонент национального богатства — финансовой<sup>8</sup> и нефинансовой<sup>9</sup>.

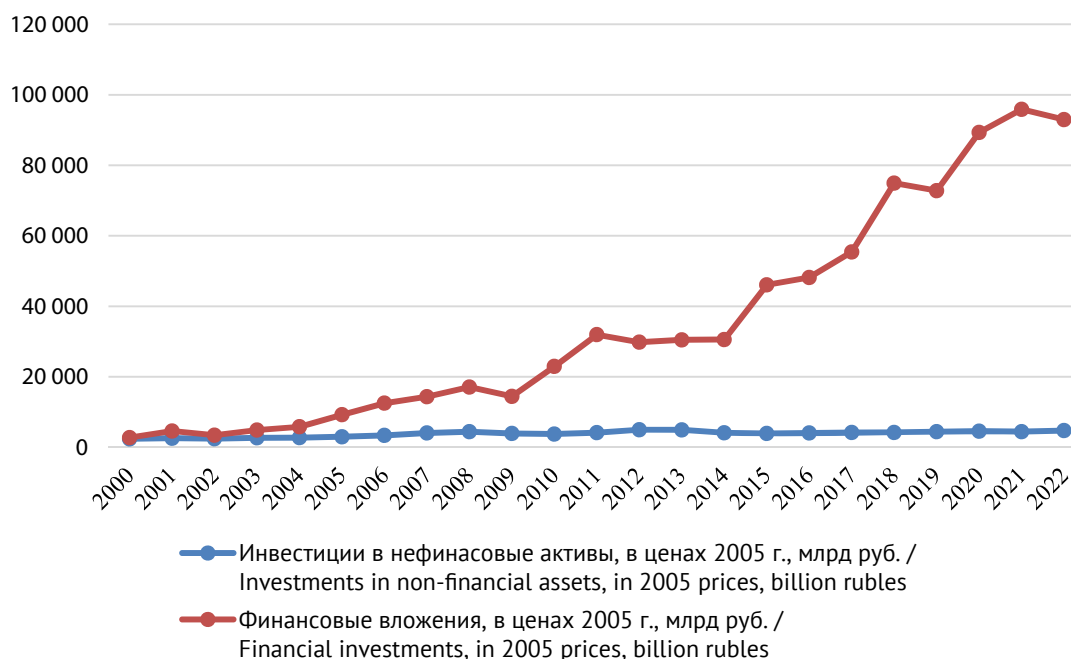
В проведенном исследовании [7] показано, что по рассматриваемой группе высокоразвитых стран не просматривается четкой связи между темпом роста и величинами финансового богатства на всем интервале динамики 2000–2019 гг.

Однако до некоторой величины темпа экономического роста имеется такая связь по некоторым странам, причем финансовое богатство действует в направлении торможения экономического роста, увеличения неравенства и бедности либо создает сложности в их снижении [7]. Для российской экономики в вышеприведенном исследовании не удалось выявить значимого влияния финансового богатства на темп экономического роста, сильнее действовали на рост индекс человеческого развития и уровень неравенства. Для стран Большой семерки и Китая по панельным данным результат оказался таким, что увеличение неравенства и доли финансового богатства позитивно влияли на темп экономического роста (при этом институциональное смещение финансового рынка было много меньше, чем в России).

Рост финансового богатства позитивно влиял на индекс человеческого развития, в отличие от России, где влияние было негативным, а учитывая положительную связь индекса человеческого

<sup>8</sup> Под финансовым богатством понимается совокупность ликвидных активов, цена на которые формируется в рамках договорного права. Наличность, акции, облигации, взаимные фонды и банковские депозиты относятся к финансовому богатству. В отличие от нефинансового богатства (материальных активов), финансовая часть богатства может не иметь физической ценности, физической формы. URL: Global wealth data book <https://www.credit-suisse.com/media/assets/corporate/docs/about-us/research/publications/global-wealth-databook-2019.pdf>.

<sup>9</sup> Трехкомпонентная структура национального богатства в этой статье не рассматривается. О ней и ее влиянии см. Сухарев О.С. Теория эффективности экономики. М.: Финансы и статистика; 2009. 368 с.



**Рис. 1 / Fig 1. Инвестиции в нефинансовые активы и финансовые вложения в России, в ценах 2005 г., млрд руб. / Investments in non-financial assets and financial investments in Russia, in 2005 prices, billion rubles**

Источник / Source: составлено автором / compiled by the author.

развития и темпа роста, можно делать вывод о том, что финансовое богатство в российской экономике все-таки сдерживало экономический рост [7]. Это также подтверждают исследования по оценке связи институционального смещения финансового рынка и роста [8; 12; 24]. Сильно возрастающие финансовые инвестиции, превосходящие нефинансовые вложения, особенно при снижении ключевой процентной ставки, тормозят темп экономического роста в России [8; 12; 13]. Для США и Германии результаты сильно отличаются [8] от российской экономики.

На рис. 1 хорошо видно, как увеличивается разрыв между финансовыми и нефинансовыми инвестициями в России в период 2000–2022 гг. Кстати, кризисы 2009, 2015, 2020 или 2022 гг. существенно не повлияли на величину разрыва, хотя в годы кризиса прослеживается сокращение именно финансовых вложений, за исключением 2015 г. (верхний график на рис. 1).

Институциональное смещение, наоборот, в 2009 и 2020 гг. существенно возрастает в силу формулы его определения (рис. 2), что символизирует отрицательный темп экономического роста.

Финансовые инвестиции в России в разы увеличивались по сравнению с нефинансовыми инвестициями при понижении ключевой ставки ЦБ РФ

[13, с. 278–282], как и институциональное смещение финансового рынка, что сопровождалось понижением темпа экономического роста в России. Это иллюстрирует эмпирический рис. 3. Следовательно, можно с достаточной степенью точности говорить о том, что структурная динамика финансовой и нефинансовой экономик в России обуславливала торможение темпа роста, поскольку отражала и в какой-то степени генерировала исчерпание тех факторов, которые его ранее обеспечивали. Цифровизация финансового сектора, появление новых видов финансовых активов не будут служить демпфером такого негативного влияния, скорее, наоборот, способны на каких-то интервалах времени усугублять ситуацию вследствие порождаемой финансовой стохастичности и нестабильности, что позитивно на росте отражаться, видимо, не будет. Однако эти эффекты требуют отдельного изучения и описания.

## ВЫВОДЫ

Во-первых, можно с достаточной степенью уверенности утверждать [13; 26], что экономический рост в России тормозила не меняющаяся по формам и методам макроэкономическая политика. Кроме этого, с точки зрения обеспечения темпа

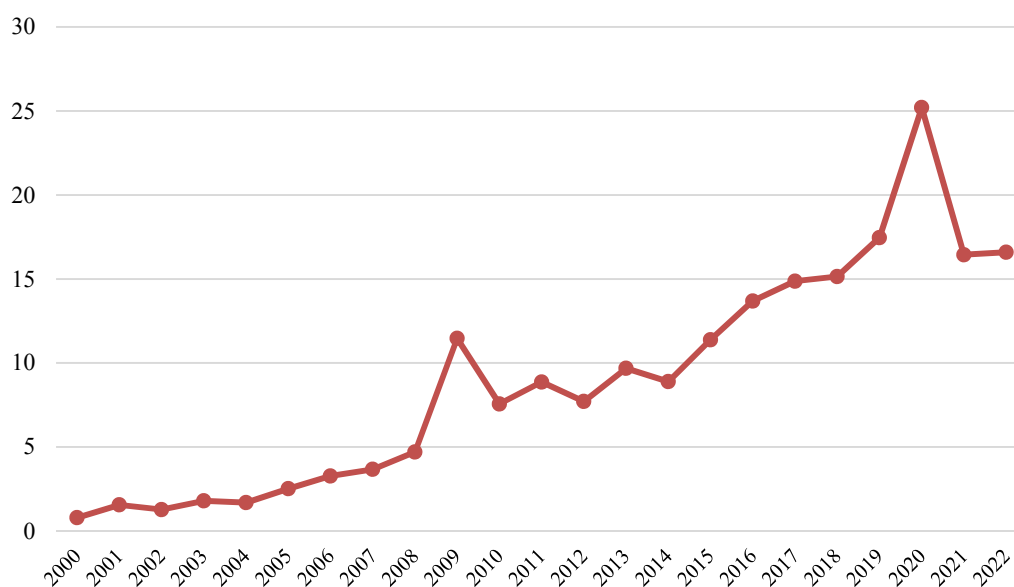


Рис. 2 / Fig 2. Институциональное смещение финансового рынка России, 2000–2022 гг. / Institutional displacement of the Russian financial market, 2000–2022

Источник / Source: составлено автором / compiled by the author.

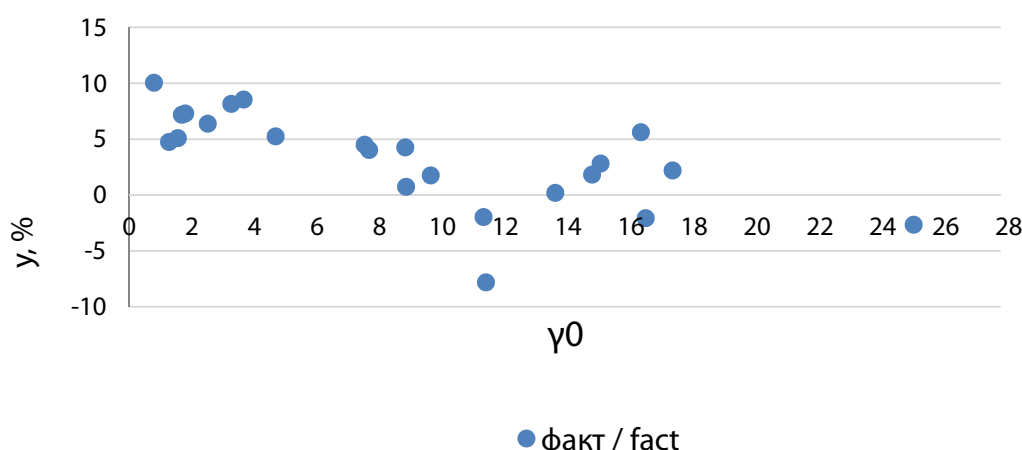


Рис. 3 / Fig 3. Темп роста ВВП ( $\gamma, \%$ ) от институционального смещения ( $\gamma_0$ ) в России, 2000–2022 гг. / GDP growth rate ( $\gamma, \%$ ) from institutional displacement ( $\gamma_0$ ) in Russia, 2000–2022

Источник / Source: составлено автором / compiled by the author.

роста имелось явно негативное влияние финансового сектора, тормозящего экономический рост, поскольку созданный валютно-процентный рычаг и круг финансово-структурной деградации работали на недопущение финансового ресурса к развитию реальных секторов. Последние в силу данного обстоятельства получали явно ограниченные возможности функционирования.

Во-вторых, институциональное смещение финансового рынка было весьма высоким в России на

рассматриваемом интервале времени и возрастало, что подтверждает наличие структурного перекоса между финансовой и нефинансовой экономиками, некоторый отрыв в развитии первой относительно второй. Именно это обстоятельство ограничивало экономический рост. Перспективу составляет изменение структуры «финансовые-нефинансовые» инвестиции за счет активизации второй компоненты и регулирования функционирования финансового рынка с переключением финансовых потоков,



обслуживающих вывод капитала из российской экономики.

Подводя общий итог, не претендуя на всеобщую полноту освещения этого крайне не простого вопроса относительно влияния финансового сектора на экономический рост, отметим, что оно зависит от экономической структуры, мер проводимой политики, экономического и финансового потенциала в виде финансового и нефинансового частей национального богатства. Кроме того, это также зависит от истории развития финансово-банковской системы в стране, включая международные связи.

Многоаспектность данной проблемы порождает необходимость ее изучения. Однако всегда нужно принимать во внимание, что самодовлеющая роль финансов, являющихся продуктом экономики, может быть, если они вышли из под экономического контроля, негативной и даже разрушительной для многих рынков и генерировать кризисные ситуации. Данное обстоятельство также увеличивает спектр задач по изучению связей между финансовой и нефинансовой экономикой, часть наиболее значимых из которых были рассмотрены в настоящей статье.

### СПИСОК ИСТОЧНИКОВ

1. Анчишкин А. И. Прогнозирование темпов и факторов экономического роста. М.: Макс Пресс; 2003. 300 с.
2. Zeira J., Zoabi H. Economic growth and sector dynamics. *European Economic Review*. 2015;79:1–15.
3. Nasreen S., Mahalik M. K., Shahbaz M., Abbas Q. How do financial globalization, institutions and economic growth impact financial sector development in European countries? *Research in International Business and Finance*. 2020;54:101247.
4. Osei M. J., Kim J. Foreign direct investment and economic growth: Is more financial development better? *Economic Modelling*. 2020;93:154–161.
5. Žukauskas V., Hülsmann J. G. Financial asset valuations: The total demand approach. *The Quarterly Review of Economics and Finance*. 2019;72:123–131.
6. Beirne J. Financial cycles in asset markets and regions. *Economic Modelling*. 2020;92:358–374.
7. Сухарев О. С., Ворончихина Е. Н. Финансовое богатство в макроэкономической динамике. *Финансы: теория и практика*. 2022;26(2):118–135.
8. Sukharev O. S., Voronchikhina E. N. Financial and non-financial investments: comparative econometric analysis of the impact on economic dynamics. *Quantitative Finance and Economics*. 2020;4(3):382–411.
9. Song C.-Q., Chang C.-P., Gong Q. Economic growth, corruption, and financial development: Global evidence. *Economic Modelling*. 2021;94:822–830.
10. Акерлоф Дж., Шиллер Р. Spiritus Animalis, или как человеческая психология управляет экономикой и почему это важно для мирового капитализма. М.: ООО «Юнайтед Пресс»; 2010. 273 с.
11. Кругман П. Возвращение Великой Депрессии? М.: Эксмо; 2009. 336 с.
12. Сухарев О. С. Структура экономического роста. Нужны ли кардинальные изменения? М.: Ленанд; 2021. 352 с.
13. Сухарев О. С. Экономика глобального эксцесса: институты, финансы, развитие, политика. М.: Ленанд; 2016. 512 с.
14. Нешиной А. С. Финансы и торговля в воспроизводственном процессе. М.: Дашков и К<sup>0</sup>; 2014. 560 с.
15. Allen F., Bartiloro L., Gu X., Kowalewski O. Does economic structure determine financial structure? *Journal of International Economics*. 2018;114:389–409.
16. Chu L. K. Financial structure and economic growth nexus revisited. *Borsa Istanbul Review*. 2020;20(1):24–36.
17. Tongurai J., Vithessonthi Ch. The impact of the banking sector on economic structure and growth. *International Review of Financial Analysis*. 2018;56:193–207.
18. Ghosh A. How does banking sector globalization affect economic growth? *International Review of Economics & Finance*. 2017;48:83–97.
19. Ductor L., Grechyna D. Financial development, real sector, and economic growth *International Review of Economics & Finance*. 2015;37:393–405.
20. Peia O., Roszbach K. Finance and growth: Time series evidence on causality. *Journal of Financial Stability*. 2015;19:105–118.

21. Ibrahim M., Alagidede P. Effect of financial development on economic growth in sub-Saharan Africa. *Journal of Policy Modeling*. 2018;40(6):1104–1125.
22. Bangake Ch., Eggoh J.C. Further evidence on finance-growth causality: A panel data analysis. *Economic Systems*. 2011;35(2):176–188.
23. Swamy V., Dharani M. The dynamics of finance-growth nexus in advanced economies. *International Review of Economics & Finance*. 2019;64:122–146.
24. Цветков В.А., Сухарев О.С. Экономический рост: новая модель управления. М.: Ленанд; 2017.
25. Боголепов М.И. Финансы, правительство и общественные интересы. М.: Общество купцов и промышленников России; 2006. 304 с.
26. Глазьев С.Ю. Как денежно-кредитная политика угнетает экономический рост в России и Евразийском экономическом Союзе. *Российский экономический журнал*. 2022;(2):4–20.
27. Купер Дж. Природа финансовых кризисов. Центральные банки, кредитные пузыри и заблуждения эффективного рынка. М.: BestBusinessBooks; 2010. 210 с.

## REFERENCES

1. Anchishkin A.I. Forecasting rates and factors of economic growth. Moscow: Max Press; 2003; 300 p. (In Russ.).
2. Zeira J., Zoabi H. Economic growth and sector dynamics. *European Economic Review*. 2015;79:1–15.
3. Nasreen S., Mahalik M.K., Shahbaz M., Abbas Q. How to do financial globalization, institutions and economic growth impact financial sector development in European countries? *Research in International Business and Finance*. 2020;54:101247.
4. Osei M.J., Kim J. Foreign direct investment and economic growth: Is more financial development better? *Economic Modelling*. 2020;93:154–161.
5. Žukauskas V., Hülsmann J.G. Financial asset valuations: The total demand approach. *The Quarterly Review of Economics and Finance*. 2019;72:123–131.
6. Beirne J. Financial cycles in asset markets and regions. *Economic Modelling*. 2020;92:358–374.
7. Sukharev O.S., Voronchikhina E.N. Financial wealth in macroeconomic dynamics. *Finance: theory and practice*. 2022;26(2):118–135. (In Russ.).
8. Sukharev O.S., Voronchikhina E.N. Financial and non-financial investments: comparative econometric analysis of the impact on economic dynamics. *Quantitative Finance and Economics*, 2020;4(3):382–411.
9. Song C.-Q., Chang C.-P., Gong Q. Economic growth, corruption, and financial development: Global evidence. *Economic Modelling*. 2021;94:822–830.
10. Akerlof J., Schiller R. *Spiritus Animalis, or how human psychology governs the economy and why it matters for global capitalism*. Moscow: United Press LLC; 2010. 273 p. (In Russ.).
11. Krugman P. *Return of the Great Depression?* Moscow: Eksmo; 2009. 336 p.
12. Sukharev O.S. Structure of economic growth. Are drastic changes needed? Moscow: Lenand; 2021. 352 p. (In Russ.).
13. Sukharev O.S. *The economics of global excess: institutions, finance, development, politics*. Moscow: Lenand; 2016. 512 p. (In Russ.).
14. Neshitoy A.S. *Finance and trade in the reproduction process*. Moscow: Dashkov and Co.; 2014. 560 p. (In Russ.).
15. Allen F., Bartiloro L., Gu X., Kowalewski O. Does economic structure determine financial structure? *Journal of International Economics*. 2018;114:389–409.
16. Chu L.K. Financial structure and economic growth nexus revisited. *Borsa Istanbul Review*. 2020;20(1):24–36.
17. Tongurai J., Vithessonthi Ch. The impact of the banking sector on economic structure and growth. *International Review of Financial Analysis*. 2018;56:193–207.
18. Ghosh A. How does banking sector globalization affect economic growth? *International Review of Economics & Finance*. 2017;48:83–97.
19. Ductor L., Grechyna D. Financial development, real sector, and economic growth *International Review of Economics & Finance*. 2015;37:393–405.
20. Peia O., Roszbach K. Finance and growth: Time series evidence on causality. *Journal of Financial Stability*. 2015;19:105–118.

21. Ibrahim M., Alagidede P. Effect of financial development on economic growth in sub-Saharan Africa. *Journal of Policy Modeling*. 2018;40(6):1104–1125.
22. Bangake Ch., Eggoh J. C. Further evidence on finance-growth causality: A panel data analysis. *Economic Systems*. 2011;35(2):176–188.
23. Swamy V., Dharani M. The dynamics of finance-growth nexus in advanced economies. *International Review of Economics & Finance*. 2019;64:122–146.
24. Tsvetkov V.A., Sukharev O.S. Economic growth: a new management model. Mjscow: Lenand; 2017. (In Russ.).
25. Bogolepov M.I. Finance, government and public interest. Moscow: Society of Merchants and Industrialists of Russia; 2006. 304 p. (In Russ.).
26. Glazyev S. Yu. How monetary policy depresses economic growth in Russia and the Eurasian Economic Union. *Russian economic journal*. 2022;(2):4–20 (In Russ.).
27. Cooper J. The nature of financial crises. Central banks, credit bubbles, and efficient market fallacies. Moscow: BestBusinessBooks; 2010. 210 p. (In Russ.).

### ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРЕ / ABOUT THE AUTHOR

**Олег Сергеевич Сухарев** — доктор экономических наук, профессор, главный научный сотрудник Института экономики, Российская академия наук, Москва, Россия

**Oleg S. Sukharev** — Dr. Sci. (Econ.), Prof., Chief Researcher of the Institute of Economics, Russian Academy of Sciences, Moscow, Russia

<http://orcid.org/0000-0002-3436-7703>

[o\\_sukharev@list.ru](mailto:o_sukharev@list.ru)

*Конфликт интересов: автор заявляет об отсутствии конфликта интересов.*

*Conflicts of Interest Statement: The author has no conflicts of interest to declare.*

*Статья поступила 14.01.2024; принята к публикации 15.03.2024.*

*Автор прочитал и одобрил окончательный вариант рукописи.*

*The article was received 14.01.2024; accepted for publication 15.03.2024.*

*The author read and approved the final version of the manuscript.*