- А. А. Илюхин** Уральский государственный экономический университет, г. Екатеринбург, Российская Федерация
- С. И. Пономарёва** Уральский государственный экономический университет, г. Екатеринбург, Российская Федерация
- С. В. Илюхина** Уральский государственный экономический университет, г. Екатеринбург, Российская Федерация

Экономический рост и финансовое развитие: макроэкономический аспект

Аннотация. Экономический рост и его финансовая компонента – одна из наиболее актуальных проблем экономической теории и практики. В статье с позиций макроэкономической теории рассмотрена эволюция взглядов на взаимовлияние экономического роста и финансового развития. Методологическую базу исследования составили теории экономического роста. Использованы общенаучные методы анализа и синтеза, структурного анализа и оценки динамических рядов. Теоретическое осмысление актуальных результатов научных исследований по рассматриваемой проблематике позволило признать убедительным вывод о формировании новой парадигмы научного знания, меняющей подходы к изучению содержания и направленности взаимосвязи между финансовым развитием и экономическим ростом. Проведен научный обзор результатов дискуссии о нетривиальном влиянии финансов на макроэкономические параметры, предполагающем нелинейный характер связи между финансовой глубиной и экономическим ростом. Выделены и проанализированы основные направления дальнейших исследований: влияние финансового развития на экономический рост; оценка и определение показателей уровня финансового развития; финансовая инклюзия как возможный путь преодоления дефицита финансового развития в условиях избыточной финансовой глубины и одновременно как элемент модели инклюзивного экономического роста (модели «роста для всех»). Сделан вывод о том, что темпы экономического роста, при прочих равных условиях, прямо зависят от наполненности экономики финансовыми ресурсами, дифференцированными по форме и содержанию. Обосновано, что разработка теории влияния финансового развития на экономический рост позволяет выбрать инструменты экономической политики, направленной на преодоление основных дисбалансов российской финансовой системы.

Ключевые слова: экономический рост; макроэкономическая стабильность; финансовое развитие; финансовые рынки; государственная экономическая политика.

Для цитирования: Илюхин А. А., Пономарёва С. И., Илюхина С. В. (2021). Экономический рост и финансовое развитие: макроэкономический аспект // Journal of New Economy. Т. 22, № 1. С. 53–70. DOI: 10.29141/2658-5081-2021-22-1-3

Дата поступления: 20 августа 2020 г.

Alexey A. Ilyukhin Ural State University of Economics, Ekaterinburg, Russia
Svetlana I. Ponomareva Ural State University of Economics, Ekaterinburg, Russia
Svetlana V. Ilyukhina Ural State University of Economics, Ekaterinburg, Russia

Economic growth and financial development: A macroeconomic aspect

Abstract. Economic growth and its financial component is one of the thorniest problems of economic theory and practice. The paper studies the evolution of views on the relationship between economic growth and financial development. Methodologically, the research relies on the theories of economic growth; applies general scientific methods of synthesis and analysis, in particular, methods of structural and time series analysis. Theoretical insight into the research findings on the problem confirms the reasonableness of the conclusion about the formation of the new paradigm of the scientific knowledge, which changes approaches to exploring the content and orientation of the interrelation between financial development and economic growth. The authors review the discussion about non-trivial impact of finance on macroeconomic parameters, which implies non-linear relationship between financial depth and economic growth. The paper identifies and examines the most important lines of further research in this field: the impact of financial development on economic growth; assessment and identification of indicators of the level of financial development; financial inclusion as a possible avenue towards overcoming a deficit in financial development under excessive financial depth and simultaneously, as an element of the model of inclusive economic growth (the model of growth for all). The paper concludes that with other conditions equal, the economic growth directly depends on economy saturation with financial resources differentiated by the form and content. The paper proves that developing a theory of the impact of financial development on economic growth allows picking the tools of economic policy aimed at redressing imbalances in the Russian financial system.

Keywords: economic growth; macroeconomic stability; financial development; financial markets; state economic policy.

For citation: Ilyukhin A. A., Ponomareva S. I., Ilyukhina S. V. (2021). Ekonomicheskiy rost i finansovoe razvitiye: makroekonomicheskiy aspekt [Economic growth and financial development: A macroeconomic aspect]. *Journal of New Economy*, vol. 22, no. 1, pp. 53–70. DOI: 10.29141/2658-5081-2021-22-1-3

Received August 20, 2020.

Введение

Проблема экономического роста, безусловно, одна из наиболее актуальных проблем новой экономической реальности. Ее решение возможно только на основе комплексного изучения всей совокупности факторов, способных компенсировать вызовы современности и обеспечить высокие и устойчивые темпы экономического развития. Особую значимость проблема приобретает на фоне экономических и социальных катаклизмов 2020 г., среди которых обвал нефтяного рынка, ослабление российского рубля, пандемия коронавируса, значимые потрясения хозяйственной жизни социума. В рамках исследования данной проблематики авторами предпринимаются попытки

выделения и анализа актуальных ключевых факторов экономического роста [Илюхин, Пономарева, Илюхина, 2017, 2019, 2020].

В статье рассматривается проблема развития инвестиционных процессов в российской экономике, формирования новых драйверов, способных преодолеть препятствия, сдерживающие экономический рост. Запуск нового инвестиционного цикла, позволяющего обеспечить поступательные темпы этого роста, становится приоритетом экономической политики. Для решения данной задачи необходима система финансового обеспечения экономического развития, которая включает две составляющие: монетарную, реализуемую посредством денежно-кредитных механизмов, и немонетарную, определяемую действием бюджетных механизмов. Соответственно приобретает актуальность концептуальное обоснование количественных и качественных изменений финансового развития и его роли в обеспечении макроэкономического роста.

Авторами предпринята попытка охарактеризовать новые подходы экономической науки к проблеме взаимодействия экономического и финансового развития. Влияние финансового развития на экономический рост активно обсуждается в мировом научном сообществе, в том числе такими известными экономистами, как Р. Ливайн, Р. Кинг, Т. Бек, А. Демиргуч-Кунт, Р. Раджан. Однако изучение этой полемики не является для авторов самоцелью. В статье рассмотрены актуальные теоретико-методологические аспекты финансового обеспечения экономического роста, определяющие характер глобальных дискуссий последних лет, и их отражение в российской экономической литературе. Последнее, на наш взгляд, чрезвычайно важно, поскольку нельзя слепо переносить выводы зарубежных специалистов на российские реалии. При наличии общих с другими экономиками характеристик российский финансовый рынок имеет и свои отличительные особенности, которые объясняют проведение соответствующей самостоятельной политики.

Российские экономисты, предпринимая попытки обобщить результаты глобальных обсуждений, выделяют такие актуальные направления исследований в области финансового развития, как влияние финансовых рынков на экономический рост, оценка финансового развития, финансовая инклюзия и устойчивость финансов. Однако, несмотря на значительное число научных публикаций по отдельным вопросам указанной проблематики, воздействие финансовой системы на поступательный экономический рост изучено недостаточно и требует дальнейшего переосмысления. В связи с этим становится востребованным проведение научного обзора соответствующих достижений экономической науки, которые являются предметом глобальной дискуссии.

Мы не ставим цели рассмотреть все представленные концепции зарубежных и российских экономистов, а остановимся лишь на новых тенденциях развития финансовых рынков и разработке новых научных теорий в этой области.

В последние годы содержание публикаций в российских научных изданиях заметно изменилось. Макроэкономисты уже перестали спорить о том, влияет ли финансовое развитие на экономический рост, и не отрицают наличия причинно-следственной связи этих явлений. Авторы ряда статей рассматривают такие актуальные теоретические и практические проблемы, как определение каналов воздействия финансовой системы и стимулирования роста экономики; моделей финансовой системы (банковских или основанных на рынках ценных бумаг) и их влияния на экономику; факторов, детерминирующих уровень развития финансового сектора. Отметим, что некоторые исследователи, например Н. Розанова [2008], М. И. Столбов [2008, 2012], Я. М. Миркин [2014, 2015], Ю. А. Данилов [2017a, 2017b, 2019], Д. А. Пивоваров [Данилов, Пивоваров, 2018], работают в рамках новой парадигмы, сформировавшейся после

кризиса 2008–2009 гг. Однако еще нельзя говорить о том, что большинство российских экономистов осуществили этот переход.

Обзор концепций влияния финансового развития на экономический рост, представленных в зарубежной и российской литературе, позволяет рассмотреть проблему этого влияния в контексте теоретических проблем экономической науки. Мы стремились показать, что научные макроэкономические разработки, имеющие абстрактный характер, вовсе не исключают их практического применения, хотя экономическая политика лишь отчасти зависит от выводов макроэкономической теории. Важно отметить, что осмысление итогов глобальной научной дискуссии о взаимодействии финансового и экономического развития позволит обосновать возможность их использования для разработки эффективной макроэкономической политики.

Цель исследования – на основе проведения научного обзора основных достижений экономической науки в области влияния финансового развития на экономический рост выделить новые тенденции их взаимодействия для использования в государственной экономической политике.

Для реализации данной цели были поставлены следующие задачи. Во-первых, изучить развитие и модификацию взглядов экономистов на проблему взаимосвязи экономического роста и финансов. Во-вторых, проанализировать тенденции и теории влияния финансового развития на экономический рост в рамках новой парадигмы научного знания в этой области. В-третьих, рассмотреть результаты проведенного исследователями анализа эффективных механизмов финансового стимулирования экономического роста Российской Федерации с учетом уровня развития национальной финансовой системы и особенностей ее функционирования.

Авторами изучалась представленная в научной литературе гипотеза о том, что чем выше наполняемость экономики финансовыми и денежными ресурсами и чем они более дифференцированы по форме и содержанию, тем, при прочих равных условиях, выше темпы экономического роста.

Теоретические подходы к оценке роли финансов в ускорении экономического роста: смена парадигм

Современная макроэкономическая теория влияния финансового развития на экономический рост прошла два периода бурного развития. Первый пришелся на 1990-е – начало 2000-х гг., когда была создана теоретическая и методологическая база изучения роли финансов в ускорении экономического роста. Исследования с использованием методов эконометрического анализа в большинстве своем позволили сделать вывод о положительном влиянии финансовой системы на экономический рост. Новый подъем интереса к данной проблеме возник после мирового экономического кризиса в 2012 г. и не снижается до сих пор.

Однако идеи, характерные для современных исследований, появились уже в работах Й. Шумпетера, Р. Голдсмита и ряда других ученых. Традиционно большинство макроэкономистов того времени полагали, что влияние финансов на экономический рост не существенно либо имеет краткосрочный характер. В концепциях Шумпетера и Голдсмита делается вывод о параллельном поступательном развитии экономики и финансового сектора, а точнее банков, бывших в то время основным видом финансовых организаций [Goldsmith, 1969; Шумпетер, 2008]. Вопрос о причинно-следственной связи между развитием финансовой системы и ускорением экономического роста ими не обсуждался и остался открытым. Поводом для последующих дискуссий явилось утверждение Й. Шумпетера о стимулировании банками внедрения инноваций через механизм распределения

сбережений, что предопределяет их место в обеспечении производительности и ускорении долгосрочного экономического роста. Не разделявшие этой теории экономисты полагали, что влияние банков на рост происходит через норму сбережений.

Заметим, что теории и Шумпетера, и Голдсмита не объясняют в полной мере механизма воздействия финансов на экономический рост, а скорее описывают этот механизм. Тем не менее многие важные уроки были усвоены последующими поколениями макроэкономистов. С другой стороны, было и осталось немало тех (Р. Лукас, Дж. Робинсон и др.), кто ставил под сомнение значимость финансового сектора, полагая, что ускорение темпов экономического роста просто сопровождается спросом на финансовые услуги, т. е. пассивно следует за ростом. Видимо, поэтому проблемы причинно-следственной связи финансов и роста не обсуждались основоположниками «экономики роста», включая нескольких нобелевских лауреатов (В. Леонтьев, Я. Тинберген, С. Кузнец).

Следует всё же отметить, что большинство экономистов не подвергали сомнению наличие положительной корреляции динамики финансов и экономического роста, и уже в начале 1990-х гг. появились многочисленные научные публикации, авторы которых рассматривали роль финансов в экономическом развитии исходя из своих теоретических предпочтений.

Особняком от основного течения стоит разработанная в 1970–80-х гг. Х. Мински теория финансовой хрупкости, которая долгое время неоправданно находилась в забвении. Для нашего исследования важно оценить вклад Мински в разработку теории взаимосвязи финансового развития и макроэкономической динамики. Согласно его главному теоретическому выводу, капиталистическая экономика всегда финансово неустойчива, т. е. хрупкость и кризисный характер современного экономического развития присущи самой природе финансов, особенно в условиях их автономии относительно реального сектора и государственного регулирования. Это убеждение базируется на постулате о долговом характере современной западной экономики, и именно долговой компонент Мински относил к системным условиям возникновения кризисов [Minsky, 1978; Minsky, 1986; Мински, 2017].

По мнению Х. Мински, экономическая динамика во многом определяется тем, какой вид финансирования своих инвестиций выбирают предприниматели: обеспеченное, спекулятивное или Понци-финансирование. Отмечается, что предпочтение спекулятивного и особенно Понци-финансирования может усилить нестабильность экономики и создать риск возникновения массовых банкротств в случае невозврата долгов [Мински, 2017, с. 313–325]. Таким образом, американский экономист полагал, что денежная система остается стабильной лишь до тех пор, пока поток прибыли дает возможность предпринимателям погашать банковскую задолженность. Именно такое осмысление задолженности бизнеса как способа финансирования инвестиций делает теорию финансовой хрупкости актуальной и в контексте современных исследований [Пищулов, 2019].

Другой вывод касается дестабилизирующего влияния финансовых инноваций и новых каналов кредитования на экономическое развитие. Х. Мински отмечал, что хрупкость финансовой системы зависит не только и не столько от уровня задолженности в экономике, но и от финансовых инноваций. Этот вывод, чрезвычайно важный для анализа финансовых рынков и финансовых потрясений, сделанный еще в 1957 г., актуален и сегодня – если у банков не хватает резервов, то они удовлетворяют инвестиционный спрос фирм на деньги, используя финансовые инновации. Экономист показал двоякий характер инновационной деятельности в финансовой сфере. Если инновации использовать с позиций хозяйствующих субъектов, то они являются инструментом оптимизации финансовых потоков. Однако со стороны финансовой структуры финансовые

инновации могут провоцировать рост доли субъектов Понци и, соответственно, усиливать экономическую нестабильность [Мински, 2017]. Действительно, внедрение финансовых инноваций может снизить эффективность денежно-кредитной политики центрального банка и еще более активно способствовать эндогенности денежной массы.

Взгляд Х. Мински на природу денег совпадает с посткейнсианской традицией. Посткейнсианская теория экономической динамики базируется на идее об эндогенности денежной массы. В этом заключается принципиальное отличие от неоклассической макроэкономики, которая считает денежную массу экзогенной, т. е. определяемой действиями внешних факторов, в первую очередь центральным банком. Согласно посткейнсианской теории, которую поддерживал и Х. Мински, предложение денег в современной экономике формируется эндогенно, т. е. внутри экономики, поскольку этот процесс происходит за счет взаимодействия фирм и банков. Важно отметить, что переход коммерческих банков к рискованным типам финансирования начинается и процесс эндогенезации денежной массы [Мински, 2017, с. 256–260, 276–296]. Рост спроса фирм на инвестиции порождает стремление коммерческих банков уйти от контроля центрального банка посредством финансовых инноваций, что, в свою очередь, усиливает указанный процесс.

Х. Мински говорит о том, что, если центральный банк проводит жесткую денежно-кредитную политику и тем самым ограничивает кредитные возможности банков, они уходят от этих ограничений посредством финансовых инноваций и сохраняют возможность создавать деньги. Эндогенность денежной массы, как полагают посткейнсианцы и Мински, поддерживает эту позицию, оказывает отрицательное воздействие на функционирование экономики, поскольку снижает эффективность проводимой денежно-кредитной политики и позволяет фирмам увеличивать долговое финансирование инвестиций.

Еще один важный момент, следующий из теории Мински, – финансовые институты, имея возможность перераспределять рискованные активы, превращают изначально неликвидные активы в ликвидные и тем самым создают новую ликвидность. Финансисты, следовательно, извлекают выгоду за счет роста предложения ликвидности.

Заслугой Х. Мински является анализ изменения природы и поведения ликвидности [Мински, 2017]. Ликвидность, по его мнению, в современной экономике теряет природу общественного блага и начинает приобретать свойства частного инструмента финансовых рынков. Следствием этой метаморфозы явилось изменение теоретических подходов экономистов к анализу природы денег. Традиционно в экономической науке понятие ликвидности рассматривалось в связи с бюджетными средствами, а также с кредитной эмиссией банков, но Х. Мински вслед за Дж. М. Кейнсом отмечал многомерный характер ликвидности и рассматривал ее как свойство актива и рынков, а также как денежное выражение ценности актива.

Впоследствии авторы, изучающие понятие ликвидности, отказались от традиционной трактовки и акцентировали внимание на взаимосвязи ликвидности рынка и рисков. Соответственно ликвидность стала исследоваться не как свойство актива, а исключительно как инструмент финансового рынка.

Таким образом, разработанная Мински теория финансовой хрупкости позволяет поставить его в один ряд с такими экономистами, как Дж. С. Милль, А. Маршалл, К. Виксель, И. Фишер и Дж. М. Кейнс. Гипотезу финансовой нестабильности и сейчас применяют для объяснения многочисленных кризисных ситуаций, возникающих в разные периоды на финансовых рынках. На наш взгляд, используя эту гипотезу, можно также описать российский кризис 1998 г. и экономическую ситуацию в российской экономике в начале 2000-х гг.

Итак, будет справедливо отметить, что существенным вкладом Й. Шумпетера, Р. Голдсмита, Х. Мински и других экономистов того времени в экономическую науку являются их исследования проблемы влияния финансового развития на экономический рост. Действительно, в последующие годы произошло стремительное увеличение аналитических и эмпирических работ, которое привело к появлению новейших теорий в этой области научного знания.

В начале 1990-х гг. Р. Кинг и Р. Ливайн опубликовали знаковую работу, которая стала, по сути, продолжением предшествующих исследований [King, Levine, 1993]. Экономисты новой волны пытались ответить на вопрос о том, может ли определенный уровень финансового развития обеспечить поступательные темпы долгосрочного экономического роста. Они использовали такие новые показатели финансового развития, как финансовая глубина (DEPTH), доля частных банков в кредитах (BANK), кредит частному бизнесу (PRIVATE), отношение кредитов частным предприятиям к ВВП (PRIVY) [King, Levine, 1993].

Появившиеся многочисленные теоретические и эмпирические работы Т. Бека, Р. Кинга, Р. Ливайна, А. Демгуч-Кунта и других зарубежных экономистов определили круг проблем, вокруг которых начались дискуссии макроэкономистов 1990-х – начала 2000-х гг.: направленность причинно-следственной связи финансового развития и темпов экономического роста; степень и каналы влияния финансового сектора на экономический рост; взаимосвязь финансовой глубины и экономического роста; воздействие типа финансовой системы на рост [Beck et al., 2000; Levine 1997; Levine et al., 2000].

Позитивным результатом научной дискуссии явилось включение в сферу анализа не только банковского сектора, но и финансового рынка, который, как было установлено, также активно влияет на экономический рост. Участники обсуждения пришли к выводу о том, что взаимосвязь фондового рынка, банковского сектора и экономического роста проявляется прежде всего через рост производительности, а не накопление капитала. В этом их взгляды совпали с позицией Й. Шумпетера, который, как известно, утверждал, что финансовые посредники стимулируют экономику не за счет роста нормы сбережения, а за счет повышения общей производительности.

Российские авторы, обобщив исследования в данной области, положительно оценивают результаты глобальной дискуссии по проблемам взаимодействия финансового развития и экономического роста [Розанова, 2008; Столбов, 2008; Миркин, 2014; Данилов, Пивоваров, 2018]. Отмечается и позитивная тенденция в подходах к проблеме: если в предыдущий период экономисты только показывали взаимосвязь между финансовым и экономическим развитием, то теперь акцентируется направленность причинно-следственной связи между ними. Участники глобальной дискуссии приходят к верному, как справедливо полагают российские исследователи, для того периода выводу: между финансовым развитием и ростом, безусловно, наблюдается причинно-следственная связь, и примечательно, что причина находится на стороне финансов. При этом авторы подчеркивают важную тенденцию: фондовые рынки растут быстрее банковского сектора, соответственно, финансовый рынок становится более рыночно-ориентированным.

Отметим, что направленность причинно-следственной связи финансового развития и экономического роста до сих пор является предметом острых дискуссий среди экономистов, так же как вопрос о степени влияния каждого сегмента финансового рынка на экономический рост.

В 1990-е – начале 2000-х гг. были опубликованы работы, авторы которых пытались ответить на вопрос о том, финансовое развитие опережает экономический рост или наоборот. В этот период большинство экономистов склонялись к постулату о первичности

воздействия финансовой системы на рост, однако отмечали неоднозначность этого воздействия. Возможна ситуация, когда рост финансового сектора может стать препятствием: к примеру, экономика, насыщенная сверх меры денежной массой, может быть подвержена инфляционным процессам. Таким образом, делается вывод о том, что через механизм инфляции финансовый сектор способен влиять на рост как позитивно, так и негативно.

В зарубежной экономической дискуссии 1990-х – начала 2000-х гг. активно обсуждался актуальный и сегодня вопрос о том, воздействует ли на экономический рост тип финансовой системы. В экономической литературе, как известно, финансовые системы делят на две группы: с преобладанием банковского сектора или фондового рынка [Розанова, Назаренко, 2007; Миркин, 2014; Данилов, 2017а, 2017б; Столбов, 2018]. В первом типе финансовой системы именно коммерческие банки играют главную роль в финансировании фирм, выдавая банковские кредиты. Во втором типе экономик фирмы финансируют инвестиции через фондовый рынок, а банковские кредиты занимают меньший удельный вес.

Зарубежные и российские экономисты для обозначения видов финансовых рынков, используют различные термины: «финансовая система, основанная на банках» (bank-based financial system) и «финансовая система, основанная на рынке ценных бумаг» (market-based financial system); «рынки, основанные на тесных взаимоотношениях» (relationship-based financial markets) и «финансовые рынки прямого доступа» (arm's length financial markets), или, если кратко, «банковская» и «рыночная» системы [Levine, 2002].

Эти дискуссии продолжаются и сегодня. В научном сообществе отсутствует однозначный ответ на вопрос о том, что предпочтительнее: банки или фондовый рынок. Российские экономисты справедливо подчеркивают, что дело не в различных системах, а в наличии механизма предоставления финансовых услуг [Розанова, Назаренко, 2007; Розанова, 2008]. Большинство участников данного спора полагают, что банки и рынки ценных бумаг выполняют похожие функции в экономике, а основным, по их мнению, нужно считать общий уровень развития финансовой системы.

По справедливому мнению большинства исследователей, банковский сектор может быть эффективным на определенных этапах экономического развития и неэффективным на других. Примечательно, что банковские системы, как правило, эффективны на ранних стадиях индустриализации, в небольших, закрытых, однородных экономиках, а в развитых странах повышение уровня благосостояния сопровождается большим ростом активности фондового рынка по сравнению с рынками банковских кредитов. Таким образом, верно было показано, что во многих ситуациях не имеет смысла говорить, какая модель («банковская» или «рыночная») лучше, а необходимо создавать условия для развития всего финансового рынка.

Рассмотрим еще одну проблему, вокруг которой в зарубежной литературе разворачивались дискуссии в 1990-х – начале 2000-х гг. В этот период возникли теоретические и эмпирические исследования, акцентирующие внимание на особой роли фондового рынка как фактора экономического роста. Впоследствии российские экономисты также включились в обсуждение этой проблемы [Розанова, 2007; Дыхова, 2019; Хегатунова и др., 2019]: появилось достаточно большое количество публикаций, в которых раскрываются функции фондового рынка как источника экономического роста. Исследования показали, что в зависимости от определенной функции, которая рассматривается в качестве главной в стимулировании роста, различают модели разного класса. В частности, авторы потребительских моделей фондового рынка описывают следующий механизм передачи импульса от фондового рынка к функции сбережения: домашние хозяйства, стремясь

снизить риски ликвидности, диверсифицируют свой портфель активов и приобретают прибыльные активы на фондовом рынке, тем самым сокращая долю дохода, идущего на потребление, и увеличивают норму сбережений.

Н. Розановой рассмотрена модель Ливайна, в которой передаточным механизмом служат накопления человеческого капитала и инвестиций в долгосрочные активы фирм [Розанова, 2008]. Суть такого механизма проста: фондовый рынок позволяет индивидам инвестировать в большое число фирм и диверсифицировать шоки, связанные с возможной потерей работы и человеческого капитала, тем самым увеличивая долю ресурсов, выделяемых на инвестиции в человеческий капитал, что ускоряет экономический рост. Н. Розанова отмечает, что к аналогичным выводам приходят и другие экономисты, полагающие, что фондовый рынок смягчает риск потери дохода в результате шока, тем самым увеличивается объем инвестиций и рост.

Можно выделить позитивные результаты этой полемики для макроэкономической теории. Каналы воздействия финансов на долгосрочный экономический рост, как известно, рассматриваются как в кейнсианских, так и в неоклассических макроэкономических моделях. Традиционно макроэкономисты изучали влияние исключительно банковской системы на экономический рост, что во многом объяснялось недостаточным развитием фондового рынка. Большинство исследователей проблемы анализировали механизм воздействия финансов на рост посредством увеличения общего объема инвестиций.

В модифицированных кейнсианских моделях представлен иной механизм соответствующего воздействия: развитые финансовые рынки способствуют снижению реальной ставки процента, что сопровождается ростом объема инвестиций в производительный капитал и стимулирует экономический рост. В неоклассических моделях эндогенного роста акцент делается на влиянии банковского сектора на экономический рост через технический прогресс и инновации. Логика этого результата следующая. Фирма принимает решение о производстве и инвестировании, учитывая уровень технологического развития экономики в целом, и поскольку инвестиции в исследования новейших технологий позволяют увеличить поток прибыли, то возникает положительный внешний эффект, результатом которого становится новый общий уровень технологии. В следующем периоде инвестиционные решения принимаются исходя из новых технологических возможностей, и в этом и заключается положительный эффект банковского сектора на экономический рост.

Как известно, в теориях эндогенного роста технический прогресс сопряжен с ростом инвестиций в исследования и разработки, которые могут финансироваться за счет собственной прибыли или заемных средств. Если финансовые рынки работают эффективно, механизм воздействия прост: фирмы, реализующие инвестиционные проекты, обращаются в банки за финансированием, банки оценивают инвестиционные перспективы и тем самым влияют на инновационную активность фирм, а следовательно, и на долгосрочный экономический рост.

Экономисты, исследующие данную проблему, заложили основы дальнейших теоретических и методологических споров. Речь идет о появлении новых методических инструментов (коэффициент финансовой структуры, показатели разрыва финансовой структуры и др.). Авторы научных работ 1990-х гг., посвященных влиянию финансовой системы на экономический рост, использовали теоретические и методологические достижения теории экономического роста, информационной экономики, неоинституционализма и поведенческой экономики, что позволило им разработать новые подходы к исследованию роли банков и фондовых рынков как источников финансирования.

Новые подходы к оценке роли финансов в ускорении экономического роста

Мировой экономический кризис 2008–2009 гг. побудил макроэкономистов обратиться к проблеме возникновения финансовых и экономических кризисов, когда из факторов роста финансовые рынки превращаются в факторы дестабилизации экономики.

В макроэкономической литературе указанного периода представлены различные позиции относительно причин возникновения финансового кризиса как толчка, триггера экономического кризиса. Представители разных экономических школ предлагают собственные трактовки экономических циклов и кризисов, в том числе финансовых. Невозможно назвать одну «правильную» теорию финансовых кризисов, которая находит поддержку большинства экономистов. Назовем несколько направлений исследования данной проблемы, которые остаются актуальными и сегодня [Григорьев, Иващенко, 2010; Несветайлова, 2011, с. 107–108; Пономарева, 2013, с. 22–23].

Плодотворной оказалась позиция, сторонники которой рассматривают финансовые кризисы как кризисы структурные, являющиеся результатом глобальных дисбалансов рынков и экономики и целом. В многочисленных публикациях кризис также объяснялся провалом неолиберальной парадигмы регулирования экономики, прежде всего в англосаксонских странах [Костиков, 2004; Стиглиц, 2010]. Экономисты, подвергающие критике политику дерегулирования финансовой сферы, в качестве триггера финансовых кризисов часто упоминают секьюритизацию и ресекьюритизацию, которые способны увеличивать совокупную задолженность и финансовый рычаг, а также ошибки и провалы финансового менеджмента.

Другим направлением теоретического изучения причин кризисов стала поведенческая экономика, заложившая основу поведенческих финансов [Киндлбергер, 2010; Талер, 2017]. Выводы теории поведенческих финансов и сейчас с успехом используются для анализа возникновения кризисных ситуаций на финансовых рынках, в том числе финансовых пузырей [Богатырев, 2020; Каримов, 2020]. Результаты исследований в сфере поведенческих финансов публикуются ежегодно, появляются новые разработки в области когнитивной психологии, нейробиологии и других наук. Так, в последних исследованиях фондовых рынков, основанных на принципах когнитивной психологии, были выявлены финансовые феномены, не вписывающиеся в теорию фондового рынка, получившие название эффекта «избыточной» и «недостаточной» реакции рынка.

Представленные группы теорий финансовых и экономических кризисов вовсе не исключают друг друга, так как все они рассматривают кризис как результат финансовой нестабильности экономики. Однако остаются и фундаментальные различия при определении роли общих и системных факторов кризиса.

Трансформацию научных представлений в области взаимодействия экономического роста и развития финансов российские экономисты связывают с кризисом 2008–2009 гг. Отмечается, что изменения подходов к изучению финансового развития начинаются с публикаций, появившихся в мировой литературе в 2012 г. Российские экономисты даже полагают, что эти изменения носят революционный характер, поскольку меняют парадигму научного знания в соответствующей области [Столбов, 2012; Данилов, Пивоваров, 2018; Столбов и др., 2018].

Действительно, сегодня происходят переосмысление и углубление этого знания, но, к сожалению, полномасштабных исследований российских экономистов в данной сфере еще недостаточно. Справедливости ради заметим, что речь не об отсутствии работ, предметом которых является финансовый рынок и его влияние на экономический рост. Однако лишь немногие авторы частично или полностью ведут исследования

финансового развития именно в рамках новой парадигмы [Данилов, Пивоваров, 2018; Миркин, 2014; Столбов и др., 2018].

Российские ученые концентрируют свое внимание на основных, по их мнению, направлениях изучения финансового развития в мировой науке:

- влияние финансового развития на экономический рост (в англоязычной литературе – finance-growth nexus или finance-and-growth literature);
- проблема оценки финансового развития;
- финансовая инклюзия как возможный путь преодоления дефицита финансового развития в условиях избыточной финансовой глубины и одновременно как элемент модели инклюзивного экономического роста (модели «роста для всех»);
- концепция устойчивых финансов не только как элемент теории устойчивого развития, но и как более фундаментальная концепция, предлагающая изменить подход к понятию стоимости [Столбов, 2012; Миркин, 2014; Миркин, 2015; Данилов, Пивоваров, 2018].

Рассмотрим те изменения в теоретических подходах, которые, на наш взгляд, актуальны для преодоления сложившихся дисбалансов российской финансовой системы.

Плодотворным оказалось продолжение дискуссии о степени влияния финансового рынка на экономический рост в зависимости от того, кто предоставляет заемные ресурсы: банковский сектор или фондовые рынки [Фролова, Давыдов, 2019]. Таким образом, встал вопрос о соотношении долгового и долевого финансирования. Ответ на этот вопрос имеет и практическое значение, так как банки и фондовые рынки оказывают разное влияние на рост. В ранних исследованиях экономисты отмечали тот факт, что банковский сектор растет темпами, опережающими темпы динамики реального сектора. Последние работы в этой области позволили сделать вывод о том, что избыточный рост банковского сектора по сравнению с небанковским сектором может оказывать угнетающее влияние на темпы роста российской экономики. Действительно, сегодня вклад этого сектора в финансирование инвестиций, в том числе долгосрочных, не столь значителен, чтобы обеспечить в полной мере поступательные темпы роста. Соответственно, с целью повышения эффективности российского финансового рынка необходимо создать благоприятные условия для быстрого развития небанковского сектора и рынка акций.

С учетом особой значимости проблемы соотношения участия банковского сектора и фондовых рынков в инвестировании экономического роста авторами был проведен анализ динамики развития этих процессов в РФ, УрФО и Свердловской области.

Полученные результаты, представленные на рисунке, свидетельствуют о том, что в последние годы прослеживается тенденция снижения доли банковского сектора и роста фондового рынка на финансовых рынках (и РФ, и региональных). Так, по России доля банковского сектора в инвестиционных процессах снизилась с 10,6 до 7,6 %, а доля фондового рынка повысилась с 4,6 до 5,7 %. Выявленная макроэкономическая тенденция требует внимания и поддержки со стороны экономического блока правительства РФ.

Российские экономисты отмечают позитивную тенденцию: если до кризиса финансовое развитие рассматривалось как результат роста финансовой глубины, то после 2012 г. стал доминировать подход к финансовому рынку как многофакторному явлению. Этот подход сопровождается разработкой комплекса новых показателей финансового развития – показателей глубины, доступности, эффективности и стабильности.

Динамика структуры удельных весов банковского сектора и рынка ценных бумаг в финансировании инвестиций по РФ, УрФО и Свердловской области за 2018–2019 гг.¹

Changes in the shares of the banking sector and securities market in financing investments in Russia, Urals Federal District, and Sverdlovsk oblast, 2018–2019

Многообразие теоретических и эмпирических исследований позволило выявить тенденцию к нелинейной трактовке взаимосвязи финансового развития и роста. Так, появилась гипотеза о нетривиальности влияния финансов на макроэкономические параметры. В частности, был выявлен предел финансового развития, после которого влияние финансовой системы на экономику перестает быть значимым [Данилов, 2017; Данилов, Пивоваров, 2018; Данилов, 2019, с. 34–36]. Отмечается, что для России такой предел еще не пройден, и это, несомненно, делает актуальным исследование влияния финансов на экономический рост.

Особую значимость для решения проблемы обеспечения российской экономики инвестиционными ресурсами имеют исследования финансовой глубины (financial depth). Это понятие было введено в конце 1980-х гг. при изучении взаимосвязи монетизации, уровня развития финансовой системы и темпов роста. С позиции анализа макроэкономических процессов главным показателем финансовой глубины является монетизация экономики, степень ее насыщенности деньгами. Однако по этому поводу возможны разногласия среди экономистов, анализирующих эффективность денежно-кредитной политики ЦБ РФ. Действительно, с одной стороны, можно утверждать, что чем больше финансовая глубина, тем более существенное влияние финансовая система оказывает на экономику. С другой стороны, рост денежного предложения не должен способствовать росту экономики без заметных последствий для инфляции, поскольку ЦБ РФ одним из условий достижения этой цели считает снижение и удержание инфляции на установленном целевом уровне [Лавров, Пономарева, 2018, с. 9–12; Мамонов и др., 2018].

Согласно прогнозу Банка России, финансовая глубина в 2020 г. превысит 50 %. Это означает, что всё большее число фирм, в том числе инновационных и имеющих высокую степень риска, получают доступ к финансированию, что особенно важно в рамках реализуемой стратегии экономического роста.

Заключение

В статье с позиций экономической теории рассмотрена эволюция концептуальных подходов к проблеме влияния финансового развития на экономический рост. Авторами проанализирован научный диалог экономистов, выдвигающих различные аргументы в

¹ Рассчитано авторами по данным Федеральной службы государственной статистики. URL: <https://rosstat.gov.ru/>.

сфере оценки указанного влияния. Итоги анализа позволяют согласиться с учеными, которые говорят о формировании нового, называемого даже революционным, подхода к изучению данной проблемы, об изменении парадигмы научного знания в рассматриваемой области.

Позитивным результатом данной научной полемики для макроэкономической теории является переход на новый теоретический и методологический уровень анализа проблемы влияния финансового развития на экономический рост и другие социально-экономические параметры. Речь идет не только о расширении предметного поля макроэкономической теории, но и о разработке практических рекомендаций для проведения политики в области финансов.

Действительно, количественные и качественные изменения финансовых процессов в рыночной экономике, а также возросшая зависимость экономики от финансов должны найти отражение в современной экономической политике.

Вызывает интерес новая концепция границы финансовых возможностей, которая закрепляет в научном обороте термин «trade-off», отражающий наличие альтернатив параметров финансового развития и их взаимосвязи. Важнейшая альтернатива – финансовая глубина и финансовая стабильность. Российские экономисты справедливо замечают, что «trade-off» необходимо учитывать для выбора инструментов государственной политики в области финансового развития [Данилов, 2019, с. 37–38].

Для российской экономики важен баланс между различными аспектами этого развития, поскольку именно он в большей степени способствует высоким темпам роста, чем рост финансовой глубины. Таким образом, при разработке государственной политики следует обеспечить сбалансированное развитие банковского сектора и фондового рынка, а не акцентировать внимание только на развитии банковской системы.

Подчеркнем, что при проведении экономической политики в финансовой сфере необходимо учитывать еще один важный момент – эффективность финансового сектора и финансовую инклюзию фирм, т. е. финансовую вовлеченность частных лиц и фирм. При этом следует иметь в виду, что первостепенное значение имеет качество предоставляемых финансовых услуг. Ю. Данилов, ссылаясь на проведенные зарубежными экономистами исследования, приводит пример эффекта мультипликатора: при изменении индекса финансовой эффективности или индекса финансовой инклюзии на 1 % долгосрочный экономический рост увеличивается на 0,6 % [Данилов, 2019, с. 38].

Результаты проведенного исследования полностью подтверждают рабочую гипотезу: чем выше наполняемость экономики финансовыми и денежными ресурсами и чем более они дифференцированы по форме и содержанию, тем, при прочих равных условиях, выше темпы экономического роста. Именно это положение должно стать основой разработки государственных программ развития финансовой системы экономики.

Источники

Богатырев С. Ю. (2020). Теоретические основы поведенческой оценки // Финансы и кредит. Т. 26, № 1 (793). С. 20–35. <https://doi.org/10.24891/fc.26.1.20>.

Григорьев Л., Иващенко А. (2010). Теория цикла под ударом кризиса // Вопросы экономики. № 10. С. 31–55. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2010-10-31-55>.

Данилов Ю. А. (2017а). Эффективность финансового рынка России: выполнение социально-экономических функций и глобальная конкурентоспособность. Москва: «Дело» РАНХиГС. (Научные доклады. № 17/8. Серия «Экономика»).

Данилов Ю. (2017б). Оценка опережающего развития финансового сектора // Российское предпринимательство. Т. 18, № 2. С. 161–174. DOI: 10.18334/rp.18.2.37265.

Данилов Ю. А. (2019). Современное состояние глобальной научной дискуссии в области финансового развития // Вопросы экономики. № 3. С. 29–47. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2019-3-29-47>.

Данилов Ю. А., Пивоваров Д. А. (2018). Финансовая структура в России: выводы для государственной политики // Вопросы экономики. № 3. С. 30–47. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2018-3-30-47>.

Дыхова А. Л. (2019). Инвестиционная безопасность России и проблема развития рынка ценных бумаг // Экономика и предпринимательство. № 9 (110). С. 71–75.

Илюхин А. А., Пономарева С. И., Илюхина С. В. (2019). Экономический рост и фактор созидательного разрушения // Журнал экономической теории. № 4. С. 630–639. DOI: 10.31063/2073-6517/2019.16-4.3.

Илюхин А. А., Пономарева С. И., Илюхина С. В. (2017). Макроэкономический анализ прогноза бюджета Свердловской области в условиях роста российской экономики // Управленец. № 6 (70). С. 72–79.

Илюхин А. А., Пономарева С. И., Илюхина С. В. (2019). Экономический рост и фактор созидательного разрушения // Журнал экономической теории. № 4. С. 630–639. DOI: 10.31063/2073-6517/2019.16-4.3.

Илюхин А. А., Пономарева С. И., Илюхина С. В. (2020). Ускорение экономического роста на основе мер макроэкономической и структурной политики // Журнал экономической теории. № 2. С. 302–314. <https://doi.org/10.31063/2073-6517/2020.17-2.5>.

Каримов Э. О. (2020). Когнитивные искажения как фактор снижения доходности портфеля // Вектор экономики. № 5 (47). С. 62.

Киндлбергер Ч. (2010). Мировые финансовые кризисы. Санкт-Петербург: Питер. 544 с.

Костиков И. В. (ред.) (2004). Эффективный рынок капитала: Экономический либерализм и государственное регулирование: в 2 т. Москва: Наука. 301 с.

Лавров В. Н., Пономарева С. И. (2018). Денежно-кредитная политика в контексте теоретико-методологических проблем экономической науки // Известия УрГЭУ. № 1. С. 5–15. DOI: 10.29141/2073-1019-2018-19-1-1.

Мамонов М., Солнцев О., Ахметов Р., Пестова А., Панкова В., Дешко А. (2018). Поиск оптимальной глубины и структуры финансового сектора с точки зрения экономического роста, макроэкономической и финансовой стабильности // Деньги и кредит. № 3. С. 89–123. doi: 10.31477/rjmf.201803.89.

Мински Х. (2017). Стабилизируя нестабильную экономику. Москва; Санкт-Петербург: Издательство Института Гайдара, Факультет свободных искусств и наук СПбГУ. 624 с.

Миркин Я. М. (2014). Финансовый конструктивизм. Москва: Лингва-Ф. 360 с.

Миркин Я. М. (2015). Развивающиеся рынки и Россия в структуре глобальных финансов: финансовое будущее, многолетние тренды. Москва: Магистр. 176 с.

Несветаилова А. (2011). За пределами политэкономии Мински: ликвидность и финансовые инновации в контексте глобального кредитного кризиса // Вопросы экономики. № 6. С. 107–122. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2011-6-107-122>.

Пищулов В. М. (2019). Деньги как форма долговых отношений // Инновации и инвестиции. № 12. С. 165–170.

Пономарева С. И. (2013). Политэкономический анализ финансовой природы современного капитализма // Известия УрГЭУ. № 3-4. С. 22–28.

Розанова Н. (2008). Анализ влияния финансовых посредников на экономический рост в современной экономической литературе // Экономический журнал Российского государственного гуманитарного университета. № 1 (I). С. 87–116.

Розанова Н., Назаренко А. (2007). Влияние фондового рынка на экономическую динамику в модели перекрывающихся поколений // Вопросы экономики. № 4. С. 60–69. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2007-4-60-69>.

Стиглиц Дж. (2010). О реформе международной валютно-финансовой системы: уроки глобального кризиса: доклад комиссии финансовых экспертов ООН. Москва: Международные отношения. 328 с.

- Столбов М. И. (2008). Финансовый рынок и экономический рост: контуры проблемы. Москва: Научная книга. 208 с.
- Столбов М. (2012). Некоторые результаты эмпирического анализа факторов глобального кризиса 2008–2009 годов // Вопросы экономики. № 4. С. 32–45. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2012-4-32-45>.
- Столбов М. И., Голощапова И. О., Солнцев О. Г., Ахметов Р. Р., Панкова В. А., Цепилова Е. А. (2018). Определение модели российского финансового сектора на основе межстранового анализа // Вопросы экономики. № 5. С. 5–24. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2018-5-5-24>.
- Талер Р. (2017). Новая поведенческая экономика. Почему люди нарушают правила традиционной экономики и как на этом заработать. Москва: Эксмо. 384 с.
- Фролова К. А., Давыдов А. А. (2019). Положение банков на рынке ценных бумаг // Инновации и инвестиции. № 12. С. 171–174.
- Хетагурова З. В., Халыпина О. Г., Лолаева Б. Х. (2019). Актуальные проблемы развития рынка ценных бумаг в России // Экономика и управление: проблемы, решения. Т. 1, № 4. С. 107–111.
- Шумпетер Й. (2008). Теория экономического развития. Москва: Директмедиа Паблишинг. 401 с.
- Beck T., Levine R. (2002). Industry growth and capital allocation: Does having a market- or bank-based system matter? *Journal of Financial Economics*, vol. 64, issue 2, pp. 147–180.
- Beck T., Levine R., Loayza N. (2000). Finance and the sources of growth. *Journal of Financial Economics*, vol. 58, issue 1-2, pp. 261–300.
- Goldsmith R. (1969). *Financial structure and development*. New Haven, CT: Yale University Press. 561 p.
- King R. G., Levine R. (1993). Finance and growth: Schumpeter might be right. *Quarterly Journal of Economics*, vol. 108, issue 3, pp. 717–737.
- Levine R. (1997). Financial development and economic growth: Views and agenda. *Journal of Economic Literature*, vol. 35, no. 2, pp. 688–726.
- Levine R. (2002). Bank-based or market-based financial systems: Which is better? *Journal of Financial Intermediation*, vol. 11, no. 4, pp. 398–428.
- Levine R., Loayza N., Beck T. (2000). Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes. *Journal of Monetary Economics*, vol. 46, no. 1, pp. 31–77.
- Minsky H. (1978). *The financial instability hypothesis: A restatement*. Available at: https://digitalcommons.bard.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1179&context=hm_archive.
- Minsky H. (1986). *Stabilizing an unstable economy*. New Haven, CT: Yale University Press. 372 p.

Информация об авторах

Илюхин Алексей Александрович, кандидат экономических наук, доцент, доцент кафедры экономической теории и корпоративного управления Уральского государственного экономического университета, 620144, РФ, г. Екатеринбург, ул. 8 Марта/Народной Воли, 62/45
Контактный телефон: +7 (343) 283-27-52, e-mail: iluhiaa@usue.ru

Пономарёва Светлана Ивановна, кандидат экономических наук, доцент, доцент кафедры экономической теории и корпоративного управления Уральского государственного экономического университета, 620144, РФ, г. Екатеринбург, ул. 8 Марта/Народной Воли, 62/45
Контактный телефон: +7 (343) 283-27-39, e-mail: ponomarevasi@el.ru

Илюхина Светлана Викторовна, кандидат экономических наук, доцент, доцент кафедры информационных технологий и статистики Уральского государственного экономического университета, 620144, РФ, г. Екатеринбург, ул. 8 Марта/Народной Воли, 62/45
Контактный телефон: +7 (343) 283-27-52, e-mail: iluhiaa@usue.ru

• • •

References

- Bogatyrev S. Yu. (2020). Teoreticheskie osnovy povedencheskoy otsenki [Theoretical principles of behavioral valuation]. *Finansy i kredit = Finance and Credit*, vol. 26, no. 1 (793), pp. 20–35. <https://doi.org/10.24891/fc.26.1.20>. (in Russ.)
- Grigoryev L., Ivashchenko A. (2010). Teoriya tsikla pod udarom krizisa [The theory of cycle under the crisis blow]. *Voprosy ekonomiki = The Issues of Economics*, no. 10, pp. 31–55. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2010-10-31-55>. (in Russ.)
- Danilov Yu. A. (2017). *Effektivnost' finansovogo rynka Rossii: vypolnenie sotsial'no-ekonomicheskikh funktsiy i global'naya konkurentosposobnost'* [Efficiency of the Russian financial market: Socioeconomic functions and global competitiveness]. Moscow: "Delo" Publ. of RANEPa. (Scientific reports no. 17/8. Series "Economics"). (in Russ.)
- Danilov Yu. (2017). Otsenka operezhayushchego razvitiya finansovogo sektora [Assessment of the accelerated development of the financial sector]. *Rossiyskoe predprinimatelstvo = Russian Journal of Entrepreneurship*, vol. 18, no. 2, pp. 161–174. DOI: 10.18334/rp.18.2.37265. (in Russ.)
- Danilov Yu. A. (2019). Sovremennoe sostoyanie global'noy nauchnoy diskussii v oblasti finansovogo razvitiya [The present state of global scientific debate in the field of financial development]. *Voprosy ekonomiki = The Issues of Economics*, no. 3, pp. 29–47. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2019-3-29-47> (in Russ.)
- Danilov Yu. A., Pivovarov D. A. (2018). Finansovaya struktura v Rossii: vyvody dlya gosudarstvennoy politiki [Financial structure in Russia: Conclusions for state policy]. *Voprosy ekonomiki = The Issues of Economics*, no. 3, pp. 30–47. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2018-3-30-47>. (in Russ.)
- Dykhova A. L. (2019). Investitsionnaya bezopasnost' Rossii i problema razvitiya rynka tsennykh bumag [Investment security of Russia and the problem of the development of the securities market]. *Ekonomika i predprinimatelstvo = Journal of Economy and Entrepreneurship*, no. 9 (110), pp. 71–75. (in Russ.)
- Ilyukhin A. A., Ponomareva S. I., Ilyukhina S. V. (2017). Makroekonomicheskii analiz prognoza byudzheta Sverdlovskoy oblasti v usloviyakh rosta rossiyskoy ekonomiki [Macroeconomic analysis of Sverdlovsk oblast budget forecast in the context of economic growth in Russia]. *Upravlenets = The Manager*, no. 6 (70), pp. 72–79. (in Russ.)
- Ilyukhin A. A., Ponomareva S. I., Ilyukhina S. V. (2019). Ekonomicheskii rost i faktor sozidatel'nogo razrusheniya [Economic growth and the factor of creative destruction]. *Zhurnal ekonomicheskoy teorii = Russian Journal of Economic Theory*, no. 4, pp. 630–639. DOI: 10.31063/2073-6517/2019.16-4.3. (in Russ.)
- Ilyukhin A. A., Ponomareva S. I., Ilyukhina S. V. (2020). Uskorenie ekonomicheskogo rosta na osnove mer makroekonomicheskoy i strukturnoy politiki [Acceleration potential of economic growth based on macroeconomic and structural policies]. *Zhurnal ekonomicheskoy teorii = Russian Journal of Economic Theory*, no. 2, pp. 302–314. <https://doi.org/10.31063/2073-6517/2020.17-2.5>. (in Russ.)
- Karimov E. O. (2020). Kognitivnye iskazheniya kak faktor snizheniya dokhodnosti portfelya [Cognitive distortions as a factor in reducing portfolio returns]. *Vektor ekonomiki = Vector of Economics*, no. 5 (47), pp. 62. (in Russ.)
- Kindleberger Ch. (2010). *Mirovye finansovye krizisy* [Global financial crises]. Saint Petersburg: Piter Publ. (in Russ.)
- Kostikov I. V. (ed.) (2004). *Effektivnyy rynek kapitala: Ekonomicheskii liberalizm i gosudarstvennoe regulirovanie* [Efficient capital market: Economic liberalism and state regulation]. Moscow: Nauka Publ. (in Russ.)
- Lavrov V. N., Ponomareva S. I. (2018). Denezhno-kreditnaya politika v kontekste teoretiko-metodologicheskikh problem ekonomicheskoy nauki [Monetary policy in the context of theoretical and methodological problems of economic science]. *Izvestiya Uralskogo gosudarstvennogo ekonomicheskogo universiteta = Journal of the Ural State University of Economics*, no. 1, pp. 5–15. DOI: 10.29141/2073-1019-2018-19-1-1. (in Russ.)

Mamonov M., Solntsev O., Akhmetov P., Pestova A., Pankova V., Deshko A. (2018). Poisk optimal'noy glubiny i struktury finansovogo sektora s tochki zreniya ekonomicheskogo rosta, makroekonomicheskoy i finansovoy stabil'nosti [Identification of financial sector optimal depth and structure from the perspective of economic growth, macroeconomic and financial stability]. *Dengi i kredit = Russian Journal of Money & Finance*, no. 3, pp. 89–123. DOI: 10.31477/rjmf.201803.89. (in Russ.)

Minsky H. (2017). *Stabiliziruya nestabil'nuyu ekonomiku* [Stabilizing an unstable economy]. Moscow; Saint Petersburg: Gaydar Institute, Faculty of Liberal Arts and Sciences of the Saint Petersburg State University. (in Russ.)

Mirkin Ya. M. (2015). *Razvivayushchiesya rynki i Rossiya v strukture global'nykh finansov: finansovoe budushchee, mnogoletnie trendy* [Emerging markets and Russia in the structure of global finance: Financial future, long-term trends]. Moscow: Magistr Publ. 176 p. (in Russ.)

Mirkin Ya. M. (2014). *Finansovyy konstruktivizm* [Financial constructivism]. Moscow: Lingva-F Publ. 360 p. (in Russ.)

Nesvetaylova A. (2011). Za predelami politekonomii Minski: likvidnost' i finansovye innovatsii v kontekste global'nogo kreditnogo krizisa [Beyond the Minskyan political economy: Liquidity and financial innovation in the global credit crunch.]. *Voprosy ekonomiki = The Issues of Economics*, no. 6, pp. 107–122. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2011-6-107-122>. (in Russ.)

Pishchulov V. M. (2019). Den'gi kak forma dolgovykh otnosheniy [Money as a form of debt relations]. *Innovatsii i investitsii = Innovation & Investment*, no. 12, pp. 165–170. (in Russ.)

Ponomareva S. I. (2013). Politekonomicheskii analiz finansovoy prirody sovremennogo kapitalizma [Political economy analysis of the financial nature of modern capitalism]. *Izvestiya Uralskogo gosudarstvennogo ekonomicheskogo universiteta = Journal of the Ural State University of Economics*, no. 3-4, pp. 22–28. (in Russ.)

Rozanova N. (2008). Analiz vliyaniya finansovykh posrednikov na ekonomicheskii rost v sovremennoy ekonomicheskoy literature [Analysis of the influence of financial intermediaries on economic growth in modern economic literature]. *Ekonomicheskii zhurnal Rossiyskogo gosudarstvennogo gumanitarnogo universiteta = Economic Journal of the Russian State University for the Humanities*, no. 1 (I), pp. 87–116. (in Russ.)

Rozanova N., Nazarenko A. (2007). Vliyaniye fondovogo rynka na ekonomicheskuyu dinamiku v modeli perekryvayushchikhsya pokoleniy [The influence of the stock market on economic dynamics in the overlapping generations model.]. *Voprosy ekonomiki = The Issues of Economics*, no. 4, pp. 60–69. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2007-4-60-69>. (in Russ.)

Stieglitz J. (2010). *O reforme mezhdunarodnoy valyutno-finansovoy sistemy: uroki global'nogo krizisa: doklad komissii finansovykh ekspertov OON* [The Stiglitz Report: Reforming the international monetary and financial systems in the wake of the global crisis]. Moscow: Mezhdunarodnye otnosheniya Publ. (in Russ.)

Stolbov M. (2012). Nekotorye rezul'taty empiricheskogo analiza faktorov global'nogo krizisa 2008–2009 godov [Some findings of the empirical analysis of the 2008–2009 global crisis determinants]. *Voprosy ekonomiki = The Issues of Economics*, no. 4, pp. 32–45. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2012-4-32-45>. (in Russ.)

Stolbov M. I., Goloshchapova I. O., Solntsev O. G., Akhmetov R. R., Pankova V. A., Tsepilova E. A. (2018). Opredelenie modeli rossiyskogo finansovogo sektora na osnove mezhsranovogo analiza [A cross-country comparative analysis of the Russian financial sector model]. *Voprosy ekonomiki = The Issues of Economics*, no. 5, pp. 5–24. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2018-5-5-24>. (in Russ.)

Stolbov M. I. (2008). *Finansovyy rynek i ekonomicheskii rost: kontury problem* [Financial market and economic growth: Outlines of the problem]. Moscow: Nauchnaya kniga Publ. (in Russ.)

Taler R. (2017). *Novaya povedencheskaya ekonomika. Pochemu lyudi narushayut pravila traditsionnoy ekonomiki i kak na etom zarabotat'* [New behavioral economics. Why do people violate the rules of the traditional economy and how to make money on it]. Moscow: Eksmo Publ. (in Russ.)

Frolova K. A., Davydov A. A. (2019). Polozhenie bankov na rynke tsennykh bumag [The position of banks in the securities market]. *Innovatsii i investitsii = Innovation & Investment*, no. 12, pp. 171–174. (in Russ.)

Khetagurova Z. V., Khalyapina O. G., Lolaeva B. Kh. (2019). Aktual'nye problemy razvitiya rynka tsennykh bumag v Rossii [Problems of the development of the securities market in Russia]. *Ekonomika i upravlenie: problemy, resheniya* = *Economics and Management: Problems, Solutions*, vol. 1, no. 4, pp. 107–111. (in Russ.)

Schumpeter J. (2008). *Teoriya ekonomicheskogo razvitiya* [The theory of economic development]. Moscow: Direktmedia Publ. 401 p. (in Russ.)

Beck T., Levine R. (2002). Industry growth and capital allocation: Does having a market- or bank-based system matter? *Journal of Financial Economics*, vol. 64, issue 2, pp. 147–180.

Beck T., Levine R., Loayza N. (2000). Finance and the sources of growth. *Journal of Financial Economics*, vol. 58, issue 1-2, pp. 261–300.

Goldsmith R. (1969). *Financial structure and development*. New Haven, CT: Yale University Press. 561 p.

King R. G., Levine R. (1993). Finance and growth: Schumpeter might be right. *Quarterly Journal of Economics*, vol. 108, issue 3, pp. 717–737.

Levine R. (1997). Financial development and economic growth: Views and agenda. *Journal of Economic Literature*, vol. 35, no. 2, pp. 688–726.

Levine R. (2002). Bank-based or market-based financial systems: Which is better? *Journal of Financial Intermediation*, vol. 11, no. 4, pp. 398–428.

Levine R., Loayza N., Beck T. (2000). Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes. *Journal of Monetary Economics*, vol. 46, no. 1, pp. 31–77.

Minsky H. (1978). *The financial instability hypothesis: A restatement*. Available at: https://digitalcommons.bard.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1179&context=hm_archive.

Minsky H. (1986). *Stabilizing an unstable economy*. New Haven, CT: Yale University Press. 372 p.

Information about the authors

Alexey A. Ilyukhin, Cand. Sc. (Econ.), Associate Prof., Associate Prof. of Economic Theory and Corporate Governance Dept., Ural State University of Economics, 62/45 8 Marta/Narodnoy Voli St., Ekaterinburg, 620144, Russia

Phone: +7 (343) 283-27-52, e-mail: iluhiaa@usue.ru

Svetlana I. Ponomareva, Cand. Sc. (Econ.), Associate Prof., Associate Prof. of Economic Theory and Corporate Governance Dept., Ural State University of Economics, 62/45 8 Marta/Narodnoy Voli St., Ekaterinburg, 620144, Russia

Phone: +7 (343) 283-27-39, e-mail: ponomarevasi@el.ru

Svetlana V. Ilyukhina, Cand. Sc. (Econ.), Associate Prof., Associate Prof. of Information Technologies and Statistics Dept., Ural State University of Economics, 62/45 8 Marta/Narodnoy Voli St., Ekaterinburg, 620144, Russia

Phone: +7 (343) 283-27-39, e-mail: iluhiaa@usue.ru

© Илюхин А. А., Пономарёва С. И., Илюхина С. В., 2021