

# Финансовая глубина экономики

Золотарева О.А.<sup>1</sup>, Минченко А.А.<sup>2</sup>

<sup>1</sup>Учреждение образования «Полесский государственный университет»

<sup>2</sup>Гомельский филиал Международного университета «МИТСО»

Глобальная макроэкономическая цель состоит в достижении полной занятости. Достижение ее невозможно, если в экономике отсутствует социальное доверие.

Целью данной статьи является исследование показателей финансовой глубины экономики, каждый из которых отражает определенную степень вертикального и горизонтального доверия.

**Материал и методы.** Материалом для изучения послужили компаративные исследования финансовой глубины экономик различных стран, проводимые Всемирным банком, Международным валютным фондом, отечественными и зарубежными экономистами. В работе были использованы следующие методы: анализ и синтез, индукция и дедукция, сравнения. Значения показателей финансовой глубины в разрезе стран и групп стран представлены в графической и табличной формах.

**Результаты и их обсуждение.** Обращает на себя внимание проблема снижения темпов экономического роста по мере того как национальная экономика становится развитой и синергетически сложной. Это связано с тем, что по мере экономического созревания страны значение валовых показателей (прежде всего ВВП) уменьшается в пользу качественных характеристик, многие из которых не подвластны статистическому анализу. Существует альтернативный стратегии таргетирования экономического роста путь экономического развития. Богатство общества может увеличиваться посредством увеличения ценности вещественного и человеческого капиталов. Категория «финансовая глубина экономики» как раз и выступает в качестве одной из серьезных попыток оцифровки человеческого капитала страны. Основным преимуществом финансовой глубины является возможность для стран с высоким ее уровнем осуществлять стимулирующую монетарную политику, поскольку развитый финансовый рынок способен поглощать избыточную ликвидность без инфляционных последствий.

**Заключение.** В настоящее время вся система таргетируемых макроэкономических показателей крепко привязана к потоковым показателям. Альтернативой доминированию потоковых показателей является комплекс показателей финансовой глубины экономики. Их использование позволит объективно отразить положение дел в экономике и разработать качественную программу долговременного экономического развития.

**Ключевые слова:** финансовая глубина экономики, экономический рост, экономическое развитие, монетизация экономики, социальное доверие, финансовые рынки, финансовые институты.

## Financial Depth of the Economy

Zolotareva O.A.<sup>1</sup>, Minchenko A.A.<sup>2</sup>

<sup>1</sup>Educational Establishment "Polesky State University"

<sup>2</sup>Gomel Branch of the International University "MITSO"

The global macroeconomic goal is to achieve full employment. Its achievement is impossible if there is no social trust in the economy.

The aim of the work is to study the indicators of the financial depth of the economy, each of which reflects a certain degree of vertical and horizontal trust.

**Materials and methods.** Comparative study of the financial depth of the economies of various countries, conducted by the World Bank, the International Monetary Fund, and domestic and foreign economists was the research material. The following methods were used in the work: analysis and synthesis, induction and deduction, comparison. The values of financial depth in the context of countries and groups of countries are presented in graphical and tabular forms.

**Findings and their discussion.** Attention is drawn to the problem of slowing economic growth as the national economy becomes developed and synergistically complex. This is due to the fact that with the economic maturity of the country, the value of gross indicators (first of all, GDP) decreases in favor of qualitative characteristics, many of which are not subject to statistical analysis. There is an alternative path to the strategy of targeting economic growth – the path of economic development. The wealth of society can increase by increasing the value of material and human capital. The category of "financial depth of the economy" is just one of the serious attempts to digitize the country's human capital. The main advantage of financial depth is the ability for countries with its high level to implement a stimulating monetary policy, since the developed financial market is able to absorb excess liquidity without inflationary consequences.

**Conclusion.** Currently, the entire system of targeted macroeconomic indicators is firmly tied to flow indicators. An alternative to the dominance of flow indicators is a set of indicators of the financial depth of the economy. Their use will allow us to objectively reflect the state of affairs in the economy and develop a quality program for long-term economic development.

**Key words:** financial depth of the economy, economic growth, economic development, monetization of the economy, social trust, financial markets, financial institutions.

**В** чем состоит долговременная цель всякого макроэкономического регулирования? Считается, что ответ на этот вопрос прост: удовлетворение потребностей как можно большего количества граждан. На такой ответ есть два существенных возражения.

Во-первых, если субъекты хозяйствования страны полностью знают и понимают работу макроэкономических механизмов, то формируется эффект разрушительных рациональных ожиданий, что делает регулирование со стороны государства крайне затруднительным. Знание гражданами истинного положения вещей в экономике является необходимым условием функционирования рыночной экономики в демократическом обществе, однако умение предсказать действия глобального регулятора может помешать регулятору эффективно управлять экономикой. И дело не только в экономических агентах: сами оценки непосредственно изменяют экономическую реальность, что отражается на котировках, процентных ставках.

На этот феномен указывали американские экономисты Лукас и Сарджент еще в 80-х годах прошлого века. Эту закономерность учитывают и монетарные власти ведущих развитых стран при проведении денежно-кредитной политики. Так, основой нетрадиционной монетарной политики, проводимой в развитых странах для преодоления кризиса 2008 года, было так называемое форвардное руководство (*forward guidance*) [1], которое более правильно будет перевести как «предваряющее управление». Суть его в том, что центральный банк изучает ожидания в отношении будущего изменения краткосрочных ставок и корректно манипулирует ими. Инструментом отслеживания ожиданий рынка относительно процентной политики монетарных властей является, в частности, рынок фьючерсов по ставке федеральных фондов [2]. Динамика этого рынка в период кризиса показала эффективность предваряющего управления ожиданиями со стороны властей.

Учитывая рациональность ожиданий экономических агентов, монетарные власти, объявляя о своих целях, крайне осторожны в декларациях о том, как они достигнут этой цели. По этой же причине центральные банки большинства развитых стран экономически и политически отделены от демократических правительств.

Второе возражение основывается на том психофизическом факторе, что все людские потребности не только нельзя удовлетворить, но и не следует пытаться делать это. Человеческая жизнь есть процесс созревания и актуализации все новых и новых потребностей. Здоровые по-

требности, составляющие основу эффективного спроса, должны существовать всегда; более того, экономические власти, производители товаров и услуг должны способствовать, чтобы они были еще более интенсивными и напряженными, осуществляя меры по стимулированию спроса.

Отсюда проистекает следующий вывод: глобальная макроэкономическая цель состоит вовсе не в удовлетворении совокупного потребительского спроса, а в достижении ситуации полной занятости. Достижение этой цели невозможно, если в экономике отсутствует социальное доверие.

Цель статьи – исследование показателей финансовой глубины экономики, каждый из которых отражает определенную степень вертикального и горизонтального доверия.

**Материал и методы.** Материалом для данной работы послужили компаративные исследования в области финансового развития различных стран, проводимые Всемирным банком, Международным валютным фондом, отечественными и зарубежными экономистами. Для осуществления анализа и получения выводов и обобщений были использованы следующие методы: анализ и синтез, индукция и дедукция, сравнения.

**Результаты и их обсуждение.** Доверие не только позволяет сделать транзакции менее затратными, но и представляет собой самостоятельную ценность. Проблема состоит в назревшем императиве формализации этой зыбкой категории, в том, чтобы найти надежные индикаторы, способные отразить уровень вертикального и горизонтального доверия в стране. В общем, речь идет о цифровых контурах финансовой глубины экономики.

**Со скепсисом о ВВП.** Прежде чем провести анализ показателей финансовой глубины экономики, по достоинству оценим традиционные потоковые показатели, основным из которых в системе макроэкономических измерений является ВВП.

Валовый внутренний продукт – это рыночная стоимость всех конечных товаров и услуг, произведенных за год во всех отраслях экономики на территории государства для потребления, накопления, экспорта. Недостаток данного показателя в игнорировании структуры системы, глубинный анализ которой позволил бы отличить процветающую экономику от экономики-пузыря. В ВВП не учитывается бартер, домашний уход за инвалидами, престарелыми, детьми, не принимается во внимание волонтерская деятельность. Все услуги, оказываемые на бесплатной основе, то есть «немонетизированные» услуги, тоже не учитываются. Увеличение затрат государства и граждан на психологическую работу, социальную помощь, лечение наркомании и алкоголизма оце-

нивается как рост ВВП. Преступность добавляет в ВВП миллиарды расходов в виде затрат на юридические услуги, содержание тюрем, увеличение штата милиции (полиции) и т.п.

Истощение природных ресурсов, расходы на ликвидацию экологических катастроф, лечение заболеваний, оказание помощи потерпевшим от природных катаклизмов, разрушения, вызванные войнами, – все это может оказаться источниками роста ВВП, что, конечно, парадоксально.

Обращает на себя пристальное внимание проблема снижения темпов экономического роста по мере того, как национальная экономика становится развитой и синергетически сложной. Эта тенденция носит неслучайный характер и связана с тем, что в результате экономического созревания страны значение валовых показателей уменьшается в пользу качественных характеристик, многие из которых не подвластны статистическому анализу.

Феномен изменения качества товаров в некоторых странах пытаются измерить посредством гедонистических индексов (Hedonic Price Index). Гедонистические индексы, или «коэффициенты удовольствия», стали применять с 1990-х годов в США первоначально к производимым компьютерам, а затем и по отношению ко всем другим товарам длительного пользования. В настоящее время гедонистические индексы в том или ином виде применяют органы официальной статистики Финляндии, Канады, Германии, Японии.

Методика применения этих индексов еще далека от совершенства и едва ли может устранить ущербности, присущие потоковым показателям.

**Экономическое развитие *contrversus* экономический рост.** Итак, можно предположить, что существует альтернативный стратегии таргетирования экономического роста путь экономического развития. *Богатство общества может увеличиваться иным способом – посредством увеличения ценности вещественного и человеческого капиталов.* Земля, структурный капитал, уровень образованности народа, его мера дисциплинированности, степень вертикального и горизонтального доверия в стране – все это пока не оцифрованные ценности, во многом автономные от ценности продуктов, произведенных с помощью этих факторов производства. При одинаковых темпах экономического роста общество может быть богатым и бедным, процветающим и вырождающимся, здоровым и депрессионным.

Из всех перечисленных элементов национального богатства человеческий капитал народа является самым интригующим. Выражаясь космологическим сленгом, здесь мы имеем «темную

материю» национальной экономики. Подобно тому как физики не могут выразить цифровым языком темную материю вселенной, предположительная масса которой во много больше вещественной вселенной, так и экономисты пока что не в состоянии оцифровать человеческий капитал нации.

На уровне отдельного предприятия какое-то представление о существовании человеческого капитала дает понятие гудвилла (goodwill) как разницы между сложившейся рыночной ценой предприятия и его восстановительной стоимостью. Однако объем человеческого капитала нации нельзя рассматривать как сумму отдельных гудвиллов, так что приходится искать агрегированные показатели. Категория «финансовая глубина экономики» как раз и нарекает одну из серьезных попыток оцифровки человеческого капитала.

Данная категория (Financial Depth) была введена в конце 1980-х годов в публикациях Всемирного банка с тем, чтобы отразить взаимосвязь между насыщением экономики деньгами, степенью развития финансово-кредитной системы, с одной стороны, и темпами экономического роста – с другой. Методологический концепт первоначально использовался экспертами Всемирного банка для оценки уровня обеспеченности финансовыми ресурсами экономики страны, региона, группы стран. Чаще всего подобный анализ предпринимался в отношении развивающихся стран. В последующем понятие приобрело более широкий смысл и стало отражать уровень развития финансового посредничества в мировой экономике, стране или группе стран. Комплекс показателей, характеризующих финансовую глубину экономики, показывает, в какой мере бизнес и домашние хозяйства финансируют свою деятельность за счет рынков капитала, банков и прочих финансовых посредников [3; 4].

Оценка финансовой глубины является частью общего анализа финансовых систем, проводимого Всемирным банком. Для получения комплексной характеристики финансовой системы Всемирный банк оценивает ее по четырем критериям (глубина, доступ, эффективность и стабильность) для двух ключевых компонентов финансового сектора: финансовых институтов (банковские и небанковские финансовые институты) и финансовых рынков (рынок акций, облигаций и другие рынки). Таким образом, для всесторонней оценки финансовой системы страны собирается матрица 4×2 (таблица 1). Финансовая глубина является одним из четырех критериев оценки и представляет собой способ измерения размера финансового института или рынка по отношению к размеру экономики.

Таблица 1 – Матрица оценки финансовой системы страны

	Финансовые институты	Финансовые рынки
<b>Глубина</b>	Банковские кредиты нефинансовым компаниям к ВВП	Капитализация рынка акций и корпоративных ценных бумаг национальных эмитентов к ВВП
<b>Доступность</b>	Доля взрослого населения, располагающего счетами в финансовых институтах	Доля капитализированных компаний, не являющихся 10 крупнейшими
<b>Эффективность</b>	Кредитно-депозитный спред	Объем сделок к капитализации рынка акций
<b>Стабильность</b>	Средневзвешенный Z-счет для коммерческих банков	Волатильность цен финансовых активов

Источник: [5, с. 314].



Рисунок 1 – Темпы роста ВВП в странах с различным уровнем дохода на душу населения (составлено автором по данным Всемирного банка [6])

В исследованиях Всемирного банка утверждается, что финансовое развитие ускоряет экономический рост, усиливает конкуренцию, повышает спрос на труд, способствует сокращению бедности.

Тем не менее корреляция между долгосрочным экономическим ростом и финансовой глубиной экономики явно не прослеживается.

Рисунок показывает, что страны с высокими показателями финансовой глубины (страны ОЭСР), начиная с 1968 года, демонстрировали более низкие темпы роста в сравнении со странами с низким уровнем финансовой глубины. По этой причине критика потоковых показателей предвзяла наш анализ категории финансовой глубины экономики.

Эксперты МВФ разработали обобщающий индекс финансового развития (FDI), который охватывает институты (банковские и небанковские), а также финансовые рынки по трем критериям: глубина, доступ, эффективность. Используя индекс FDI, эксперты пришли к следующим выводам: 1) положительная связь между финансовым развитием и ростом все-таки подтверждается; 2) предельная отдача от роста в результате дальнейшего финансового развития уменьшается при высоких уровнях финансового развития, то есть существует значительная конусообразная связь между финансовым развитием и ростом. Такая же нелинейная связь существует между финансовым



развитием и экономической стабильностью. При этом наибольшее значение в этой нелинейной связи имеет именно финансовая глубина, а не доступ и эффективность. Однако большинство развивающихся стран все еще находится в зоне, где дальнейшее финансовое развитие способствует как более высокому росту, так и стабильности; 3) важны темпы финансового развития: слишком быстрый темп ведет к нестабильности; 4) не существует универсального подхода в последовательности развития институтов или рынков, но по мере развития экономики относительные выгоды от институтов уменьшаются, а выгоды от рынков увеличиваются.

Эксперты отмечают, что финансовое развитие мобилизует сбережения, способствует обмену информацией, улучшает распределение ресурсов, способствует диверсификации и управлению рисками, а также финансовой стабильности [7].

В макроэкономическом плане финансовая глубина экономики содержит еще больше выгод для общества. Основным преимуществом финансовой глубины является возможность для стран с высоким ее уровнем осуществлять стимулирующую денежно-кредитную политику, поскольку развитый финансовый рынок способен поглощать избыточную ликвидность без значительного роста инфляции. Следовательно, для экономики развивающихся стран, а также некоторых стран Восточной Европы задача состоит в том, чтобы повысить насыщенность экономики деньгами без инфляционных последствий. Наличие финансовой глубины в экономике создает и другие преимущества для страны, которая ею обладает: 1) более высокий уровень управляемости экономикой; 2) более высокое качество экономического развития страны; 3) экономика становится более сложной в синергетическом аспекте.

**Процентная ставка как индикатор уровня экономического развития.** Важным индикатором вертикального и горизонтального доверия в обществе является процентная ставка.

Дж.М. Кейнс определял процентную ставку как меру нежелания расставаться с ликвидностью: «Норма процента в любое время, будучи вознаграждением за расставание с ликвидностью, есть мера нежелания со стороны тех, кто владеет деньгами, расставаться с непосредственным контролем над ними» [8, с. 173].

На рисунке 2 представлена панорама ключевых процентных ставок отдельных стран мира.

Как видно из рисунка 2, в развитых странах процентные ставки низкие, иногда даже отрицательные, в развивающихся странах – очень высокие.

Корреляция с состоянием человеческого капитала очевидна: если общество не доверяет

планам правительства, экономические агенты будут держать ликвидность при себе, так как функция ликвидных активов в том и состоит, чтобы компенсировать имеющиеся в экономике риски.

**Коэффициент монетизации экономики как основной показатель финансовой глубины экономики.** Данный показатель выражает объем ликвидности, который может вместить национальная экономика без инфляционных последствий. Чем больше степень монетизации экономики, чем более насыщена экономика финансовыми ресурсами, тем значительнее размеры капитализации рынков.

Здесь мы встречаемся с одним из тех странных феноменов, что побуждают критически отнестись к доминирующему ныне макроэкономическому мейнстриму: для стран с низким коэффициентом монетизации экономики характерна гораздо более высокая инфляция, чем для стран с высоким коэффициентом монетизации.

Если проанализировать значение коэффициента монетизации в макроэкономическом аспекте (рисунок 3), то можно сделать вывод, что на каждую единицу денег в Беларуси приходится в несколько раз больше единиц ВВП, чем в развитых странах.

Казалось бы, это обстоятельство должно сделать белорусские деньги более обеспеченными и менее подверженными инфляции, но факты свидетельствуют об обратном (рисунок 4). В странах с низкими коэффициентами монетизации – самые высокие значения инфляции.

Все не так уж и странно, если мы обратимся к хрестоматийной формуле необходимого количества денег Фишера.

$$M \times V = P \times Q \quad (1)$$

Количество денег в обращении должно быть прямо пропорционально не величине ВВП, а количеству обращаемых на рынке благ, каковыми могут быть не только потребительские товары и услуги и не только инвестиционные блага, но и такие элементы национального богатства, как акции и облигации. Все развитые страны имеют высокоразвитый фондовый рынок с большим количеством разнообразных ценных бумаг, отражающих собой высокую степень горизонтального и вертикального доверия в обществе.

**Комплекс основных показателей финансовой глубины экономики.** Сведем основные индикаторы, рассчитываемые Всемирным банком для анализа финансовой глубины экономики, в таблицу 2. Индикаторы представлены в сравнении для трех соседствующих государств – Украины, Беларуси, Польши, показано также среднемировое значение каждого индикатора.

Таблица 2 – Основные показатели финансовой глубины

Индикаторы	Мир	Украина	Беларусь	Польша
Mutual fund assets to GDP (%)	15,29			6,8
Domestic credit to private sector (% of GDP)	128,856	31,1	26,4	52,7
Deposit money banks' assets to GDP (%)	55,09	65,23	48,93	68,15
Nonbank financial institutions' assets to GDP (%)	6,14	13,28	5,78	
Deposit money bank assets to deposit money bank assets and central bank assets (%)	96,22	75,6	98,59	100
Liquid liabilities to GDP (%)	56,12	37,6	30,51	62
Life insurance premium volume to GDP (%)	0,89	0,11	0,07	1,24
Non-Life insurance premium volume to GDP (%)	1,15	1,25	0,78	1,29
Insurance company assets to GDP (%)	6,78	4,4	1,36(2009)	10,07
Private credit by deposit money banks to GDP (%)	44,54	56,97	22,08	52,18
Pension fund assets to GDP (%)	10,47	0,12		7,91
Market capitalization of listed domestic companies (% of GDP)	112,579	15,723(2011)		38,396
Stocks traded, total value (% of GDP)	117,952	0,092		12,965
Outstanding domestic private debt securities to GDP (%)	26,95			2,07(2011)
Outstanding domestic public debt securities to GDP (%)	28,67			37,18(2011)
Outstanding international private debt securities to GDP (%)	10,8	7,69	51,84(2010)	2,18
Outstanding international public debt securities to GDP (%)	6,46	2,84	2,24(2014)	12,28
International debt issues to GDP (%)	17,36	10,52	2,24(2014)	14,44

Составлено автором по данным Всемирного банка [9].

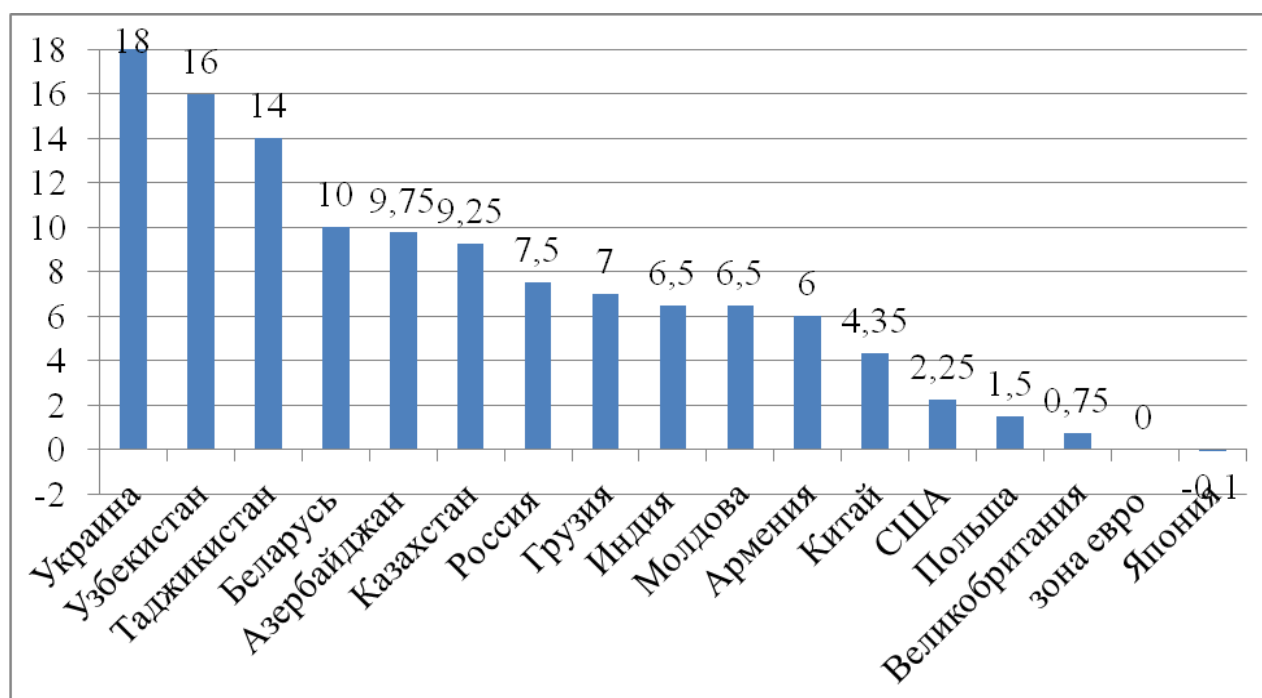


Рисунок 2 – Ключевые процентные ставки стран мира (составлено автором по данным Alpari: [https://alpari.com/ru/analytics/fundamental\\_analysis/interest\\_rates/](https://alpari.com/ru/analytics/fundamental_analysis/interest_rates/))

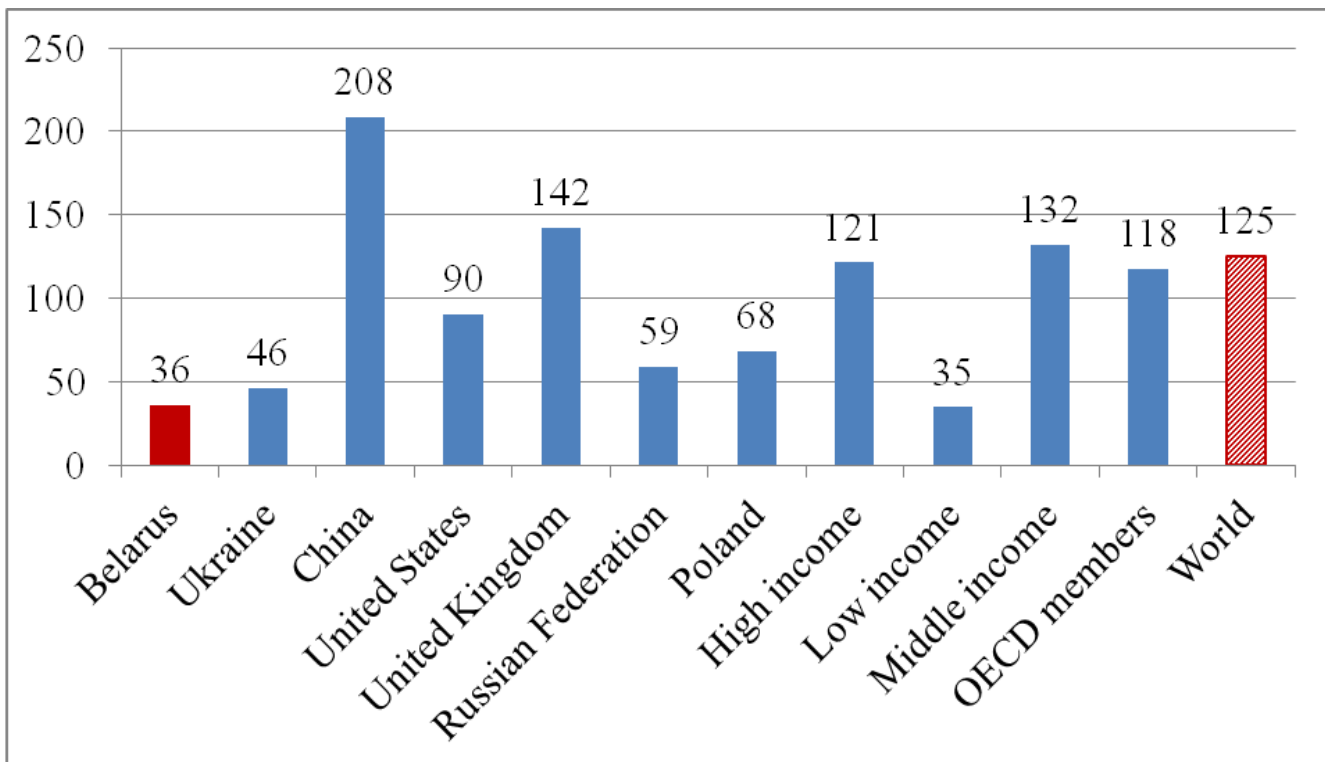


Рисунок 3 – Коэффициент монетизации экономики (широкая денежная масса к ВВП, %) в разрезе стран и групп стран (составлено автором по данным Всемирного банка [9])

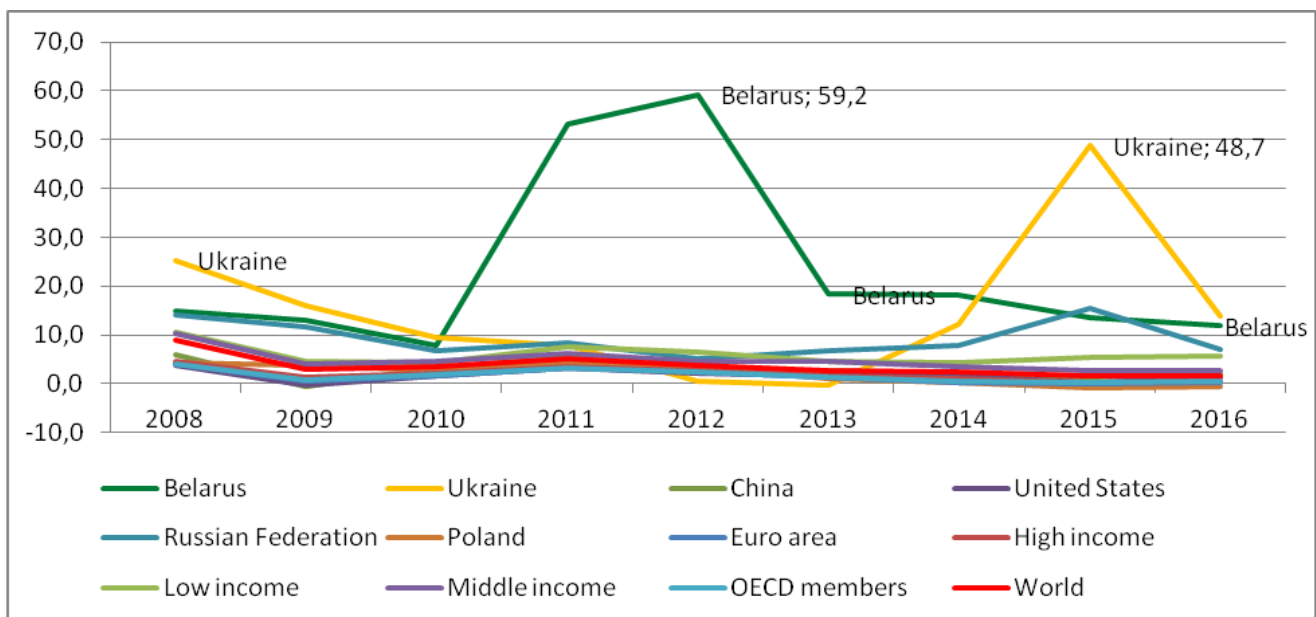


Рисунок 4 – Инфляция по индексу потребительских цен в разрезе стран и групп стран, % (составлено автором по данным Всемирного банка [9])

Объединяет эти показатели то, что каждый из них отражает определенную степень вертикального и горизонтального доверия в обществе. И если оно незначительно, общество априори несет значительные потери в виде транзакционных издержек и потерь информации, передающейся по многочисленным скалярным цепям управленческих структур.

Прокомментируем содержание отдельных показателей финансовой глубины.

1. Domestic credit to private sector by banks (% of GDP). Внутренние кредиты частному сектору со стороны банков – это финансовые ресурсы, предоставляемые частному сектору депозитными институтами (за исключением центральных банков). Для некоторых стран эти требования включают кредиты государственным предприятиям. По своей сути этот показатель отражает доверие к частному сектору страны со стороны банковской системы. Низкий уровень доверия приводит

к довольно значительным масштабам тезаврации иностранной валюты в стране, что представляет собой особую форму оттока капитала. Кроме того, низкое значение данного индикатора влечет за собой высокую процентную ставку по кредитам. Значение данного показателя представлено на рисунке 5.

2. Market capitalization of listed domestic companies (% of GDP). Рыночная капитализация (рыночная стоимость) листингуемых компаний – это цена акций, умноженная на количество акций листингуемых компаний, находящихся в обращении. Инвестиционные фонды, паевые фонды и компании, единственной бизнес-целью которых является удержание акций других листингуемых компаний, исключены. Этот показатель отражает степень синергетичности экономики страны. Значение данного показателя представлено на рисунке 6. В постсоветском пространстве этот показатель мал по разным причинам. Для Беларуси значение этого показателя Всемирным банком не рассчитывается.

3. Pension fund assets to GDP (%) – соотношение активов пенсионного фонда и ВВП. Пенсионный фонд – это любой план или схема, обеспечивающие пенсионный доход. Совершенно очевидно, что данный показатель отражает уровень доверия населения, особенно старшего поколения, к общественным институтам и степень прозрачности экономического будущего. Если будущее неопределенно, общество будет воздерживаться от любых долговременных инвестиций. Значение показателя представлено на рисунке 7.

**Пример важности учета финансовой глубины экономики.** Финансовая глубина экономики может иметь судьбоносное значение для страны. Так, в большинстве постсоветских стран в 90-е годы прошлого века наблюдалась ситуация спада производства и повышения индекса цен.

Сочетание спада и инфляции называется в экономической теории стагфляцией. Такой диагноз был и выставлен экономикам постсоветских стран. По отношению к стагфляции хрестоматийная рекомендация состоит в следующем: сначала необходимо подавить инфляцию, потом провести экономические реформы, направленные на повышение конкурентности в экономике, и только тогда можно расширять в стране денежное предложение, устраняя рецессионный разрыв и уже не опасаясь нового повышения цен.

Однако, на наш взгляд, диагноз «стагфляция» был ошибочен, поскольку не учитывал индикаторы финансовой глубины постсоветской экономики. Соответственно, было ошибочным и прописываемое лечение постсоветских эконо-

мик, заключающееся в необходимости проводить жесткую антиинфляционную политику.

Все дело в том, что повышение цен не есть достаточный признак инфляции.

Что же такое истинная инфляция? Для того чтобы ответить на этот вопрос, надо знать, что понятие «деньги» имеет разное содержание в зависимости от того, в каком контексте мы его употребляем – в экономическом или юридическом. Деньги представляют собой абсолютную ликвидность, и все ликвидные товары могут при благоприятных обстоятельствах выполнять функции денег.

Может сложиться такая ситуация, когда официальные денежные знаки перестают считаться большинством экономических агентов средством ликвидности. Вместо официальных денег функцию ликвидности начинают выполнять иностранные деньги. При этом последним даже необязательно присутствовать в обороте. Население мысленно измеряет и соотносит все свои доходы и трансакции в долларах или евро, осуществляет сбережения в иностранной валюте, а отечественная валюта играет роль разменной монеты этой сильной иностранной валюты.

Именно такая ситуация сложилась в 90-х годах в постсоветских республиках: цены росли, а ликвидность ценилась все больше и больше.

Ситуация повышения относительной стоимости ликвидных товаров свидетельствует о том, что у нас не было истинной инфляции. Стало быть, рестрикционные методики нам явно не подходили, ибо рестрикционные методики дают эффект только в условиях инфляции, когда ликвидные блага по каким-то причинам, чаще всего в результате перегрева экономики, утрачивают свою привлекательность в глазах большинства экономических агентов. В большинстве постсоветских стран был именно рецессионный разрыв, постепенно превратившийся в хроническую депрессию.

Мы нуждались в стимулирующей кейнсианской политике, тем более что после депрессии на постсоветских территориях оказалось огромное количество незагруженных производственных мощностей (еще одно свидетельство рецессионного характера нашего кризиса).

У нас была достойная макроэкономическая альтернатива: базой увеличения количества денег в экономике могла бы стать большая финансовая глубина экономики. Однако доминирующий макроэкономический мейнстрим ориентировался только на потоковые показатели без какого-либо анализа финансовой глубины экономики, что привело к десятилетней стагнации практически во всех странах, образовавшихся на территории бывшего Советского Союза.



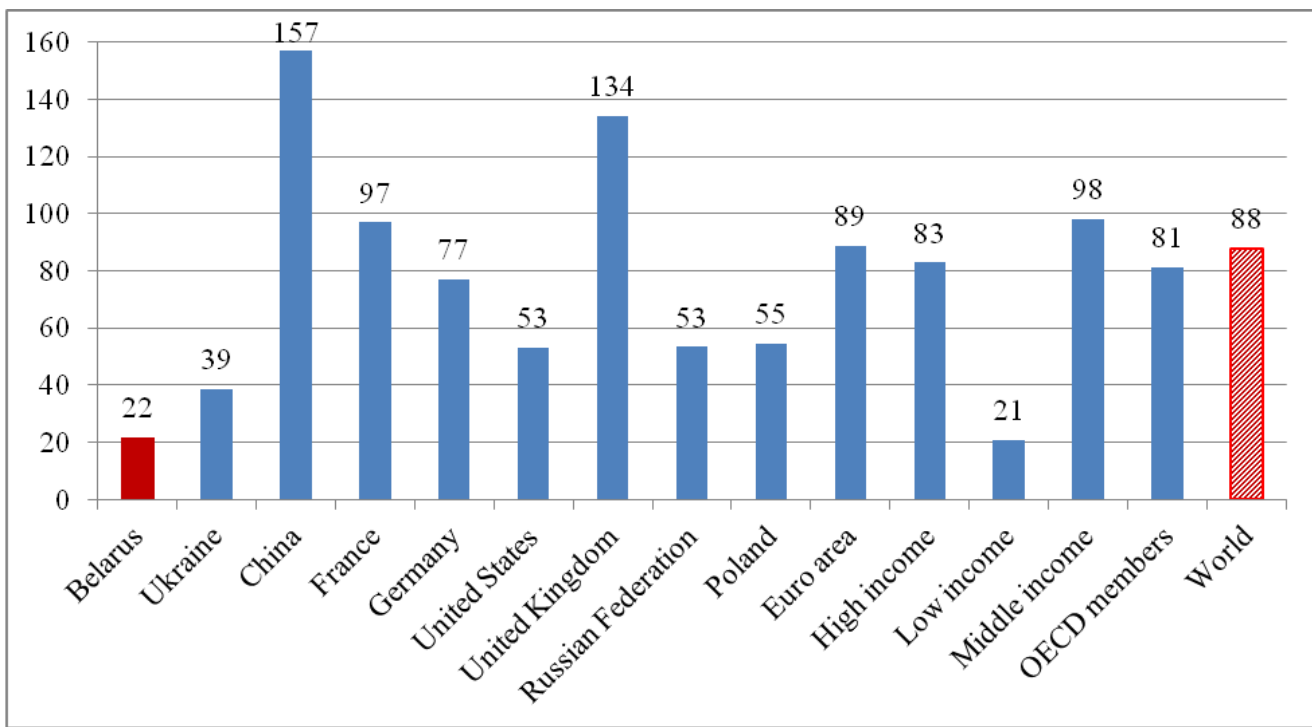


Рисунок 5 – Внутренние кредиты частному сектору со стороны банков к ВВП в разрезе стран и групп стран, % (составлено автором по данным Всемирного банка [9])

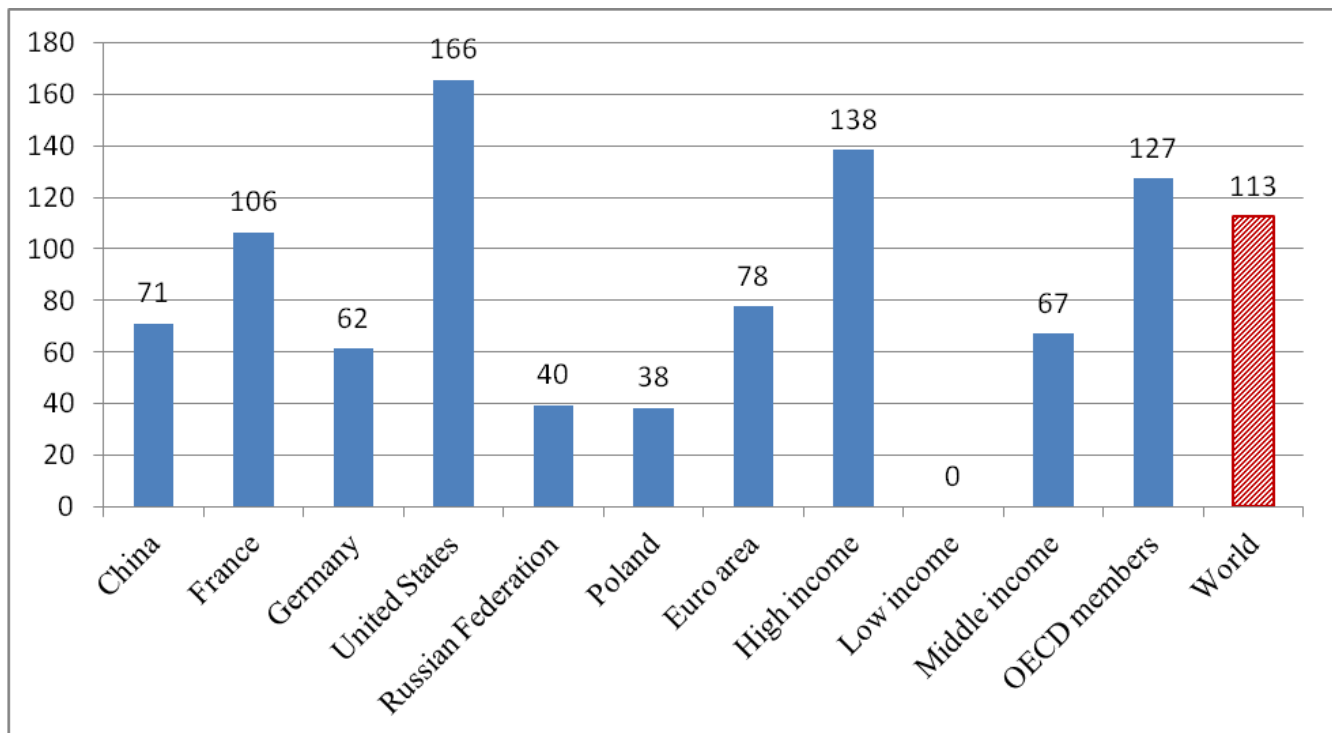


Рисунок 6 – Рыночная стоимость листингуемых компаний в процентах к ВВП (составлено автором по данным Всемирного банка [9])

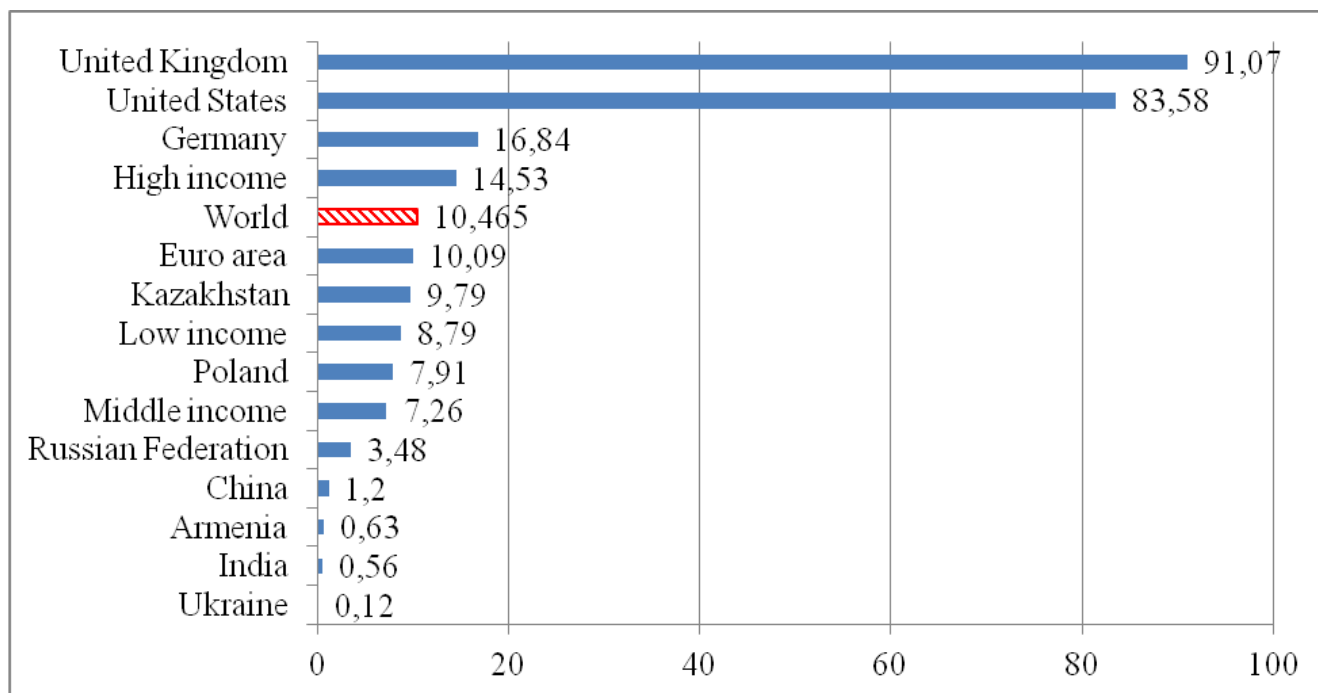


Рисунок 7 – Соотношение активов пенсионных фондов и ВВП, %  
(составлено автором по данным Всемирного банка [9])

**Заключение.** Итак, «финансовая глубина» представляет собой комплекс показателей, посредством которых можно будет некогда оцифровать темную материю современной экономики – человеческий капитал.

В настоящее время вся система таргетируемых макроэкономических показателей крепко привязана к потоковым показателям. Особенно властна такая схема в постсоветских странах. Какие бы меры ни предпринимались в сфере государственных финансов – гласно или по умолчанию, – целью оказывается экономический рост, то есть валовое увеличение производимых товаров и услуг. Ущербности, присущие потоковым показателям, игнорируются.

Такую установку можно было бы понять, если бы не существовало альтернативы. Но альтернатива доминированию потоковых показателей уже есть – это комплекс макроэкономических показателей, характеризующих финансовую глубину экономики. Их использование позволит не только более объективно оценить положение дел в экономике, но и разработать более качественную программу долговременного экономического развития.

#### Литература

- Williams, J.C. Unconventional Monetary Policy: Lessons from the Past Three Years [Electronic resource] / J.C. Williams. – Mode of access: <http://www.frbsf.org/publications/economics/letter/2011/el2011-31.html>. – Date of access: 12.02.2019.

- Interest Rates Contracts / CME Group Fed Watch [Electronic resource]. – Mode of access: <http://www.cmegroup.com/trading/interest-rates/fed-funds.html>. – Date of access: 08.02.2019.
- Financial Development Report 2013. Rethinking the Role of the State in Finance. 2012 International Bank for Reconstruction and Development / The World Bank [Electronic resource]. – Mode of access: [http://siteresources.worldbank.org/EXTGLOBALFINREPORT/Resources/8816096-1346865433023/8827078-1346865457422/GDF\\_2013\\_Report.pdf](http://siteresources.worldbank.org/EXTGLOBALFINREPORT/Resources/8816096-1346865433023/8827078-1346865457422/GDF_2013_Report.pdf). – Date of access: 10.01.2019.
- Cihak, M. 2012. Benchmarking financial systems around the world. Policy Research working paper; no. WPS 6175. Washington, DC: World Bank [Electronic resource] / M. Cihak, A. Demirguc-Kunt, E. Feyen, R. Levine. – Mode of access: <http://documents.worldbank.org/curated/en/2012/08/16669897/benchmarking-financial-systems-around-world>. – Date of access: 04.03.2019.
- Львова, Н.А. Концепция сравнительной оценки финансовых систем / Н.А. Львова // Актуальні проблеми економіки. – 2016. – № 5(179). – С. 308–316.
- GDP growth (annual %) / Indicators / The World Bank [Electronic resource]. – Mode of access: <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG>. – Date of access: 12.02.2019.
- Sahay, R. Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets / R. Sahay, M. Cihak, P. Diaye, A. Barajas. – IMF STAFF DISCUSSION NOTE. – May 2015. – Mode of access: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2015/sdn1508.pdf>. – Date of access: 11.01.2019.
- Кейнс, Дж.М. Общая теория занятости, процента и денег. Избранное / Дж.М. Кейнс; вступ. ст. Н.А. Макашевой. – М.: Эксмо, 2007. – 960 с. – (Антология экономической мысли).
- World Development Indicators [Electronic resource]. – Mode of access: <https://datacatalog.worldbank.org/dataset/world-development-indicators>. – Date of access: 08.02.2019.

Поступила в редакцию 16.04.2019 г.