

РОССИЙСКОЕ ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСТВО

Том 18 • Hoмep 2 • январь 2017 ISSN 1994-6937

Russian Journal of Entrepreneurship



Оценка опережающего развития финансового сектора

Данилов Ю.А. ¹

 1 Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ, Москва, Россия

аннотация:

В настоящей статье представлены результаты исследования оценки опережающего развития финансового сектора по сравнению с общеэкономической динамикой. На основе методики оценки финансового развития, разработанной Всемирным банком и Международным валютным фондом, автором были сделаны дополнения, позволяющие оценить относительную скорость этого развития и вовлечь в анализ российский финансовый сектор. Сохранявшаяся в течение нескольких десятилетий тенденция к опережающему росту финансового сектора в глобальном масштабе была прервана кризисом 2008 года. При этом после 2008 года в России наблюдалось сильное падение во всех сегментах финансового сектора, кроме банковского сегмента, развитие которого продолжало опережать общеэкономическую динамику. Это привело к формированию структурных деформаций российского финансового сектора и снижению его глобальной конкурентоспособности.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА: финансовое развитие, опережающее развитие финансового сектора, финансиализация, глобальная конкурентоспособность.

Assessment of the accelerated development of the financial sector

Danilov Yu.A. 1

¹ The Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration, Moscow, Russia

Введение

финансиализация современной социально-экономической системы является общепризнанным явлением, наблюдаемым в течение, по крайней мере, последних 30 лет. В настоящей статье рассматриваются количественные аспекты финансиализации, проводится анализ более быстрого роста финансового сектора относительно всего народного хозяйства.

Методика оценки

Впервые в комплексном виде показатели, которые используются в настоящее время для оценки уровня финансового развития в различных странах мира, проводимой Всемирным банком, были предложены в работе [1, с. 597–605] (Thorsten Beck, Asli Demirgüç-Kunt and Ross

Levine, 2000), а затем, в более развернутом виде, в работе [2, с. 18–35] (Thorsten Beck, Asli Dermiguc-Kunt, Ross Levine, 2004). В качестве индикаторов финансового развития использовались показатели размера рынков и секторов рынка, в той или иной степени совпадающие с показателями финансовой глубины; показатели эффективности финансовых институтов и их групп; структурные показатели рынков и секторов; показатели макрорезультатов функционирования финансового сектора в виде описания объема ресурсов, поставляемых в реальный сектор экономики.

В совокупности данный комплекс показателей получил название «База данных по финансовому развитию и структуре». После кризиса 2008–2009 гг. произошла его кардинальная модернизация, повысившая охват различных аспектов деятельности финансового сектора, уточнившая его роль в процессах социально-экономического развития, а также увеличившая количество исследуемых стран [3] (Martin Cihak, Asli Dermiguc-Kunt, Erik Feyen, Ross Levine, 2012). В базу данных было добавлено большое количество новых показателей и групп показателей, а также была проведена ее внутренняя реструктуризация. Новая база данных получила наименование «Глобальная база данных финансового развития» (Global Financial Development Database – GFDD) [4] (Martin Cihak, Asli Dermiguc-Kunt, Erik Feyen, Ross Levine, 2013). Общее количество используемых показателей достигло 111.

В состав показателей был добавлен принципиально новый блок показателей, характеризующих финансовую доступность (access), которая в дальнейшем трактовалась

ABSTRACT:

This article presents the results of a study evaluating the advanced development of the financial sector compared to the overall economic dynamics. Using the methodology for assessing the financial development, developed by the World Bank and the International Monetary Fund, the author introduced the additions that allow to assess the relative speed of this development and to engage the Russian financial sector in the analysis. A trend towards faster growth of the financial sector on a global scale which has persisted for several decades was interrupted by the crisis of 2008. At the same time after 2008 there was a strong decline in all segments of the financial sector in Russia. Except for the banking sector. The development of this sector kept on outpacing the overall economic dynamics and resulted in formation of structural deformations of the Russian financial sector and the reduction of its total competitiveness.

KEYWORDS: Financial development; accelerated development of the financial sector; financialization; global competitiveness.

Received: 01.02.2017 / Published: 31.01.2017

© Author(s) / Publication: CREATIVE ECONOMY Publishers For correspondence: Danilov Yu.A. (ydanilov@rambler.ru)

CITATION:

Danilov Yu.A. (2017) Otsenka operezhayuschego razvitiya finansovogo sektora [Assessment of the accelerated development of the financial sector]. Rossiyskoe predprinimatelstvo. 18. (2). – 161-174. doi: 10.18334/rp.18.2.37265

уже как финансовая вовлеченность (financial inclusion) [5] (Demirguc-Kunt, Klapper, Singer, Van Oudheusden, 2015).

Сотрудники МВФ, опираясь на базу данных Всемирного банка, предложили рассчитывать Индекс финансового развития (Index of Financial Development), опираясь на 20 показателей, объединенных в 6 групп, формирующих матрицу показателей 2 Х 3 (по 3 обобщающих показателя для финансовых институтов и для финансовых рынков: финансовой глубины (выражены в % к ВВП), финансовой доступности и эффективности для финансовых институтов и финансовых рынков) [6, с. 34] (Ratna Sahay, Martin Čihák, Papa N'Diaye, Adolfo Barajas, Ran Bi, Diana Ayala, Yuan Gao, Annette Kyobe, Lam Nguyen, Christian Saborowski, Katsiaryna Svirydzenka, and Seyed Reza Yousefi, 2016).

В работе [7, с. 20–23] (Katsiaryna Svirydzenka, 2016) было показано, что существует высокая корреляция между Индексом финансового развития и его частными показателями (за исключением показателей эффективности финансовых институтов и финансовых рынков), с одной стороны, и показателем кредита частному сектору, с другой стороны. Для нас важно отметить, что показатели финансовой глубины применительно как к финансовым институтам, так и к финансовым рынкам, используемые при расчете Индекса финансового развития, имеют с показателем кредита частному сектору высокие показатели корреляционной связи.

Кроме увеличения емкости и глубины финансовых рынков в сравнении с экономикой в целом (как правило, оцененной по показателю ВВП), в современной экономической литературе используются также другие показатели повышения веса финансового сектора в экономике. Так, используются показатели роста доли финансового сектора в совокупной прибыли всех национальных корпораций [8, с. 76] (Robert Brenner, 2014) доля добавленной стоимости в отраслях финансового сектора в совокупном объеме добавленной стоимости [9, с. 277] (Abramov A.E., Akshentseva K.S., Chernova M.I. i dr, 2015) и другие.

При этом данные показатели свидетельствуют о достаточно высокой доле финансового сектора в странах с развитыми экономиками – по имеющимся оценкам, доля финансового сектора в ВВП составляет около 7–8%, что ненамного меньше доли обрабатывающей промышленности [9, с. 277] (Abramov A.E., Akshentseva K.S., Chernova M.I. $i\ dr,\ 2015$).

Мы провели исследование опережающего развития финансового сектора Российской Федерации в сопоставлении с мировыми тенденциями, опираясь на

ОБ АВТОРЕ:

Данилов Юрий Алексеевич, кандидат экономических наук, ведущий научный сотрудник (ydanilov@rambler.ru)

ЦИТИРОВАТЬ СТАТЬЮ:

Данилов Ю.А. Оценка опережающего развития финансового сектора // Российское предпринимательство. -2017. - Том 18. - № 2. - С. 161-174. doi: 10.18334/rp.18.2.37265

описанные выше методические подходы и на имеющуюся базу данных, значительно дополнив ее самостоятельно собранными данными по Российской Федерации. Наша методика оценки опережающего развития финансового рынка опирается на коэффициенты финансиализации, использующие исходные показатели размера финансового сектора в качестве числителей и показатели емкости экономики (валовой внутренний продукт в номинальном выражении) в качестве знаменателей. Исходные показатели объединены в три группы:

- емкость финансовых рынков (стоимость финансовых инструментов в обращении);
- размер активов финансовых организаций (финансовых посредников в статистическом понимании);
- показатели, характеризующие предоставление ресурсов другим секторам экономики и другие показатели, характеризующие результат деятельности финансового сектора в разрезе макросекторов экономики.

Выбор именно этих трех групп показателей позволяет максимально комплексно описать различные аспекты развития финансового сектора в отношении ко всей системе народного хозяйства. По каждой группе показателей использовались как интегральные, так и частные показатели.

В целях оценки степени (скорости) опережающего развития финансового сектора по сравнению с развитием экономики в целом мы соотнесли показатели перечисленных выше трех групп с показателем емкости экономики в целом (показатель ВВП в текущих ценах) и оценили динамику и направление изменения получившихся соотношений. Скорость опережающего развития финансового сектора по сравнению с развитием экономики в целом мы трактуем как количественную оценку процессов финансиализации, а соотношение показателей размера финансового сектора и размера экономики – как показатели уровня финансиализации (коэффициенты финансиализации).

Принципиальный вид всех использованных нами коэффициентов финансиализации следующий:

$$FZ(i) = F(i) / GDP$$
,

где FZ (i) – i-й коэффициент финансиализации; F (i) – i-й исходный показатель, характеризующий финансовый сектор; GDP – валовой внутренний продукт в текущих ценах 1 .

Расчеты уровня финансиализации и интенсивности опережающего роста финансового сектора в России были проведены по следующему расширенному кругу исходных показателей:

¹ Измерение емкости финансового сектора, включая емкость финансовых рынков, всегда проводится в текущих ценах, поэтому для сопоставимости необходимо, чтобы и валовой внутренний продукт выражался аналогично.

$$F0 = MCap + AOBonds + AsBanks$$
,

где МСар – капитализация рынка акций (рыночная стоимость акций различных типов в обращении на биржевых рынках); AOBonds – стоимость облигаций различных типов и видов в обращении (на внутренних и на внешних рынках); AsBanks – банковские активы.

Данный показатель используется в Докладе о финансовой стабильности МВФ как обобщающий интегральный показатель емкости национальных финансовых рынков [10]. Однако, несмотря на частоту использования данного показателя в качестве интегрального показателя емкости финансового сектора, методологически этот показатель весьма уязвим для критики. При его расчете суммируются, с одной стороны, оценки суммарной рыночной стоимости двух инструментных секторов финансового рынка и, с другой стороны, оценка суммарного размера одного из институциональных секторов финансового рынка. Очевидно, что при смешении различных критериев классификации финансового рынка по секторам возникает естественная и неизбежная статистическая ошибка, заключающаяся в повторном учете одного и того же капитала. Банк, активы которого используются при расчете, может инвестировать их в акции или облигации, либо предоставить кредит, на который будут куплены акции или облигации.

Для обеспечения методологической чистоты мы будем использовать оценки как суммарной стоимости в обращении финансовых инструментов, обращающихся на разных инструментных секторах финансового рынка, так и оценки суммарного размера финансовых организаций разных институциональных секторов финансового рынка. И в том, и в другом случае широта перечня секторов, используемых для получения суммарных оценок по всему финансовому рынку, существенно зависит от наличия соответствующей информации.

F0° рассчитывается по той же формуле, что и F0; отличие состоит в том, что в F0 используются данные по активам банков из базы данных GFDD (только «депозитные» банки), а в F0° – данные Банка России (по активам всех кредитных организаций).

$$F11 = MCap + AOBonds,$$

$$F21 = AsBanks + AsIns + NAV$$
,

где AsIns – активы страховых компаний; NAV – стоимость чистых активов взаимных фондов.

Данный показатель позволяет объединить три самых крупных группы финансовых активов в современных финансовых системах.

$$F22 = AsBanks + AsNonBanks$$

где AsBanks – активы банков (депозитных банков), по данным GFDD; AsNonBanks – активы небанковских финансовых организаций, классифицированных в качестве таковых в соответствии с методикой GFDD.

Для того чтобы продлить ряд данного показателя за временные пределы базы данных GFDD, он дополняется рядом показателя F22', в котором в качестве слагаемых используются данные Банка России по активам кредитных организаций и по активам небанковских финансовых организаций.

F23 – это показатель суммарной величины активов только одного класса финансовых организаций – депозитных банков (AsBanks), при этом для продолжения ряда за временные границы базы данных GFDD принимается показатель F23', который обозначает суммарную величину активов кредитных организаций (по данным Банка России).

$$F24 = PrIns$$

где PrIns - страховые премии (по данным Swiss Re).

Данный показатель характеризует емкость сектора страхования через показатель страховых премий. Данный показатель является альтернативной оценкой емкости страхового сектора (по отношению к показателям, использующим данные о размере активов финансовых организаций, занимающихся страховым делом) и не может суммироваться с характеристиками емкости других институциональных сегментов финансового рынка ввиду различия используемых показателей емкости.

$$F25 = NAV.$$

Данный показатель характеризует емкость сегмента взаимных фондов (инвестиционных фондов открытого типа). Используются данные ФСФР России и Банка России.

$$F26 = AsPF$$

где AsPF – стоимость активов пенсионных фондов (по данным ФСФР России и Банка России).

Данный показатель характеризует емкость сегмента основных частных пенсионных институтов – пенсионных фондов.

Наряду с коэффициентами финансиализации, в расчетах были использованы также отдельные показатели, характеризующие результаты деятельности финансового сектора в разрезе секторов экономики, также соотносимые с валовым внутренним продуктом:

- внутренний кредит частному сектору (в % к ВВП), по данным базы данных GFDD;
- депозиты, размещенные в финансовой системе (в % к ВВП), по данным базы данных GFDD;
- монетизация экономики (M2 в % к ВВП), широкая денежная масса (по данным Банка России);
- монетизация экономики (M2 в % к ВВП), национальное определение (по данным Банка России);

- объем инвестиций в основной капитал, финансируемых за счет банковских кредитов (в % к ВВП), по данным Росстата;
- объем инвестиций, привлекаемых российскими предприятиями путем размещения ценных бумаг (акций и корпоративных облигаций) на внутреннем рынке (в % к ВВП), рассчитан самостоятельно на основе данных работы [11, с. 14–15, 22] и данных Росстата.

Результаты расчетов и их обобщение (выводы)

В настоящее время процесс глобальной финансиализации, серьезно замедлившийся, продолжается только за счет опережающего роста банковского сегмента финансового сектора. Традиционный «локомотив» опережающего роста финансового сектора – рынок ценных бумаг – перестал выполнять эту функцию, начиная с 2008 года. С этого же момента наблюдается относительное сокращение сегмента рынка производных финансовых инструментов.

С одной стороны, Россия значительно отличается от других стран с точки зрения поведения интегрирующих количественных параметров процесса финансиализации. С другой стороны, наблюдается совпадение с глобальными тенденциями в части опережающего развития банковского сегмента и, соответственно, в части опережающего развития макропоказателей, характеризующих результаты деятельности финансового сектора, поведение которых предопределяется банковской системой. Первое отличие от глобальных трендов – в более высоких темпах роста обобщающих коэффициентов финансиализации до кризиса 2008 года и столь же высоких темпах их снижения после кризиса 2008 года (рис. 1).

Продолжающееся после кризиса 2008 года (в соответствии с глобальными тенденциями) опережающее количественное развитие банковского сегмента еще более обостряет главный структурный дисбаланс российского финансового сектора, заключающийся в катастрофическом разрыве между банковским сегментом и небанковским сегментом финансового сектора по показателям емкости соответствующих институциональных сегментов и темпам роста этой емкости (рис. 2).

Депрессивное состояние небанковских финансовых организаций, особенно тех, которые осуществляют поставку в реальный сектор экономики долгосрочных инвестиций (пенсионных фондов, инвестиционных фондов, страховых компаний в части страхования жизни), – второе важнейшее отличие развития финансового сектора России от глобальных тенденций. Размер активов небанковских финансовых организаций (относительно суммарных активов всех финансовых организаций) в России находится на самом низком уровне среди 50 круппейших национальных финансовых рынков (рис. 3), при этом снижение этого показателя продолжается (в 2012 г. его значение составляло 9,9 %).

Необходимо отметить, что после кризиса 1998 года соотношение банковского и небанковского финансового сегментов в России примерно соответствовало параме-

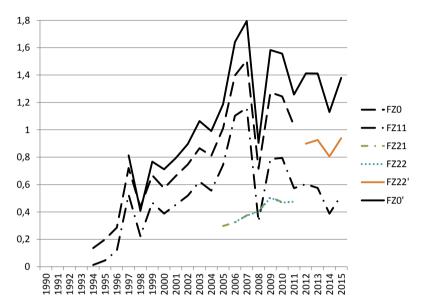


Рисунок 1. Интегрирующие коэффициенты финансиализации в России (FZ0, FZ0', FZ11, FZ21, FZ22, FZ22')

Примечание. Траектории FZ21, FZ22 визуально почти совпадают из-за незначимости небанковских активов

Источник: составлено автором

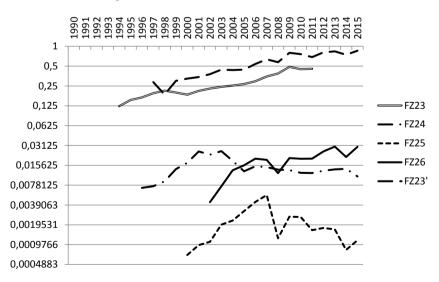


Рисунок 2. Коэффициенты финансиализации, отражающие развитие отдельных институциональных сегментов финансового сектора России (шкала логарифмическая) *Источник*: составлено автором

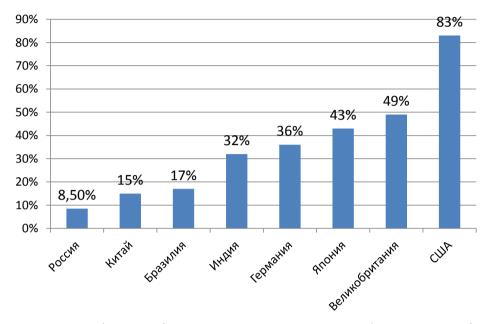


Рисунок 3. Доля небанковских финансовых организаций в суммарном объеме активов всех финансовых организаций

Источник: рассчитано по данным МВФ и Банка России

трам других крупнейших развивающихся рынков. Но с тех пор развитие других развивающихся рынков характеризовалось, как правило, более высокими темпами роста небанковского сегмента по сравнению с банковским сегментом, а в России небанковские финансовые организации остались (в макроэкономическом плане) статистической погрешностью. В этом плане Россия является наиболее яркой иллюстрацией относительно нового теоретического тезиса о том, что чрезмерное развитие банковского сегмента не только угнетающе действует на экономический рост и поощряет рост неравенства [12, 13] (Arcand, Jean-Louis, Enrico Berkes, and Ugo Panizza. 2012; Boris Cournède, Oliver Denk, Peter Hoeller, 2015), но и препятствует развитию небанковского финансового сектора [14] (Ahrend, R. and A. Goujard, 2012).

На *рисунках* 4 и 5 представлены показатели, характеризующие взаимодействие финансового сектора с другими секторами экономики.

Сопоставляя данные этих рисунков, необходимо отметить еще одно, третье важное отличие финансового сектора России от большинства других стран. На фоне опережающего роста банковского сегмента и показателей, отражающих «валовые» аспекты взаимодействия финансового сектора с другими секторами экономики, «чистый» вклад банковского сектора в инвестиционную деятельность в России остается, вопервых, незначительным, и, во-вторых, он сокращается. С другой стороны, на фоне



Рисунок 4. Коэффициенты финансиализации, отражающие взаимодействие финансового сектора с другими секторами экономики *Источник*: составлено автором (использованы данные Всемирного банка, Банка России, Росстата)

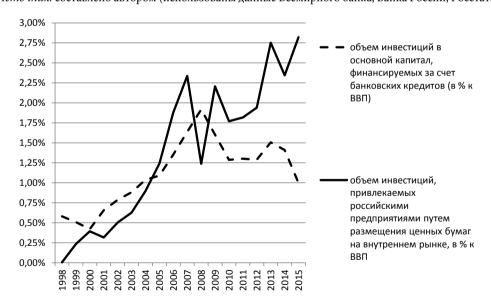


Рисунок 5. Показатели, характеризующие предоставление финансовым сектором долгосрочных инвестиционных ресурсов

Источник: составлено автором на основе данных [11, с. 14–15, 22] [11] (Danilov Yu. A., 2017) и Росстата

стагнирующего и крайне малого сегмента небанковских институциональных инвесторов наблюдается опережающий рост объема инвестиций, привлекаемых предприятиями на внутреннем рынке ценных бумаг. Как представляется, причина этого не только в большей эффективности небанковского финансового сегмента как поставщика долгосрочных инвестиций, но и в активизации инвестиций банков в ценные бумаги, которые увеличивают мультипликацию рисков, концентрирующихся на банковском сегменте. Впрочем, совокупный объем привлекаемых на рынке ценных бумаг инвестиций в России крайне мал по сравнению с большинством других стран с крупными развивающимися рынками.

В сравнении с другими странами (были проведены расчеты также по США, Великобритании, Японии, Германии, Южной Корее, Китаю и Гонконгу, Индии, Бразилии) изменение финансового развития России (тотальный рост финансиализации до 2008 года и тотальное падение, за исключением банковского сегмента, после 2008 г.) сопоставимо только с финансовым развитием Китая. Однако, в отличие от России, в Китае значительно выше, во-первых, значения большинства коэффициентов финансиализации и, во-вторых, значения показателей объемов долгосрочных инвестиций, перераспределяемых финансовым сектором.

При этом необходимо отметить, что для банковского сегмента России свойственны те же два недостатка, что и для Китая. Во-первых, существует гипертрофированность развития банковского сегмента по сравнению с сегментом небанковских финансовых институтов, что способствует повышенной волатильности показателей финансового рынка. Как было показано, данная ситуация также становится тормозом развития финансового рынка [15, с. 4462] (Danilov Yu.A., 2015) и негативно воздействует на глобальную конкурентоспособность национального финансового рынка [16] (Danilov Үи.А., 2016). Во-вторых, в структуре банковского сегмента значительная доля (по стоимости активов) приходится на учреждения, которые не относятся к так называемым «депозитным» банкам. В России доля таких банковских организаций колеблется в пределах от 33 до 45 % (после кризиса 1998 года), в Китае - от 30 до 35 %. Столь высокая доля «недепозитных» банков способствует, во-первых, высокой доле проблемных кредитов, во-вторых, периодическому возникновению «пузырей» и общей повышенной волатильности финансовых рынков, в-третьих, повышенной восприимчивости национального финансового рынка к внешним шокам (т.е. пониженному иммунитету к внешним кризисам).

Заключение

Проведенный анализ выявил следующие нетривиальные явления:

- финансиализация в России проходила исключительно высокими темпами до 2008 года и столь же высокими темпами снижалась после кризиса 2008 года;
- в отличие от большинства стран мира ведущей движущей силой финансиализации России (не только после 2008 года, как во многих других странах, но и до

этого момента) выступал банковский сектор, следствием чего стали: а) крайне низкий уровень отдачи от финансового сектора в виде поступления долгосрочных инвестиций на фоне относительно высоких отдельных «валовых» показателей роли финансового сектора в экономике; б) диспропорциональность финансового сектора в целом, деградация небанковского финансового сектора, в первую очередь институциональных инвесторов; в) высокая волатильность рынков финансовых инструментов и цен инвестиционных инструментов в целом, провоцирующая периодическое формирование «пузырей» на отдельных рынках (рынки недвижимости, валютный рынок, изредка – рынок акций).

Полученные результаты имеют потенциал для совершенствования регулятивного воздействия, в целом лежащий в русле последних мировых дискуссий о путях решения проблем избыточного развития банковского сектора и преобладания долгового финансирования. Однако, на наш взгляд, в отличие от предлагаемых в настоящее время мер, являющихся преимущественно репрессивными по отношению к банковским секторам и долговым рынкам (см., например, [17, 18] (Buttiglione, Luigi, Philip Lane, Lucrezia Reichlin, and Vincent Reinhart, 2014; Richard Dobbs, Susan Lund, Jonathan Woetzel, Mina Mutafchieva, 2015)), в современных российских условиях необходимо, прежде всего, рассмотреть вопрос о формировании оптимальных условий развития для институциональных инвесторов. Комплекс мер в данном направлении, на наш взгляд, может при определенных условиях дополняться мерами по разделению рисков различной природы (отчасти аналогичным правилу Волкера в США), но не мерами репрессивными по отношению к банковскому сектору, который в России еще не достиг пределов эффективного роста, несмотря на двадцатилетний активный рост емкости.

источники:

- Thorsten Beck, Asli Demirgüç-Kunt and Ross Levine. A New Database on Financial Development and Structure // World Bank Economic Review. – 2000. – № 14. – p. 597-605.
- 2. The Financial Structure Database Thorsten Beck, Asli Dermiguc-Kunt, Ross Levine. The Financial Structure Database / Financial Structure and Economic Growth: A Cross-country Comparison of Banks, Markets, and Development. Mass.: MIT Press, 2004
- 3. Martin Cihak, Asli Dermiguc-Kunt, Erik Feyen, Ross Levine. Benchmarking Financial Systems Around the World. Policy Research Working Paper, World Bank, August 2012
- 4. Martin Čihák, Asli Demirgüč-Kunt, Erik Feyen, Ross Levine. Financial Development in 205 Economies, 1960 to 2010. NBER Working Paper Series. Working Paper 18946. NBER, April 2013
- Demirguc-Kunt, Asli; Klapper, Leora; Singer, Dorothe; Van Oudheusden, Peter. The Global Findex Database 2014: measuring financial inclusion around the world. Policy Research working paper no. WPS 7255. Washington, D.C.: World Bank Group, 2015

- 6. Ratna Sahay, Martin Čihák, Papa N'Diaye, Adolfo Barajas, Ran Bi, Diana Ayala, Yuan Gao, Annette Kyobe, Lam Nguyen, Christian Saborowski, Katsiaryna Svirydzenka, and Seyed Reza Yousefi. Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets. IMF Staff Discussion Notes (SDN 15/08), May 2015
- 7. Katsiaryna Svirydzenka. Introducing a New Broad-based Index of Financial Development. IMF Working Paper WP/16/5 IMF, January 2016
- 8. Robert Brenner. New Boom or New Bubble? // New Left Review. 2004. # 25, Jan-Feb 2004
- 9. Абрамов А.Е., Акшенцева К.С., Чернова М.И. и др Экономика инвестиционных фондов. / Под общ. ред. А.Д.Радыгина. М., Дело, 2015.
- International Monetary Fund. Global Financial Stability Report. Moving from Liquidityto Growth-Driven Markets. April 2014. - Washington, DC: International Monetary Fund, 2015
- 11. Данилов Ю. А. Эффективность финансового рынка России: выполнение социально-экономических функций и глобальная конкурентоспособность. М.: Издательский дом «Дело», 2017.
- 12. Arcand, Jean-Louis, Enrico Berkes, and Ugo Panizza. 2012. "Too Much Finance?" IMF Working Paper 12/161, International Monetary Fund Washington
- 13. Boris Cournède, Oliver Denk, Peter Hoeller. Finance and Inclusive Growth. OECD Economic Policy Paper. June 2015 No. 14. OECD, 2015
- 14. Ahrend, R. and A. Goujard (2012), "International Capital Mobility and Financial Fragility Part 3: How Do Structural Policies Affect Financial Crisis Risk? Evidence from Past Crises across OECD and Emerging Economies", OECD Economics Department Working Papers, No. 966, OECD Publishing, Paris
- 15. Данилов Ю.А. Глобальная конкурентоспособность национального финансового рынка и меры по ее повышению // Российское предпринимательство. 2015. № 24.
- 16. Данилов Ю. Оценка места Российской Федерации и ее конкурентов на глобальном финансовом рынке // Вопросы экономики. 2016. № 11.
- 17. Buttiglione, Luigi, Philip Lane, Lucrezia Reichlin, and Vincent Reinhart (2014), "Deleveraging? What Develoraging?", Geneva Reports on the World Economy 16, CEPR Press, September 2014 URL: http://www.voxeu.org/content/deleveraging-what-deleveraging-16th-geneva-report-world-economy.
- 18. Richard Dobbs, Susan Lund, Jonathan Woetzel, Mina Mutafchieva. Debt and (not much) deleveraging. McKinsey Global Institute, February 2015 URL: http://www.mckinsey.com/global-themes/employment-and-growth/debt-and-not-much-deleveraging.

REFERENCES:

Abramov A.E., Akshentseva K.S., Chernova M.I. i dr (2015). Ekonomika investitsionnyh fondov [Investment funds economics] Moscow: Delo. (in Russian).

- Danilov Yu. (2016). Otsenka mesta Rossiyskoy Federatsii i ee konkurentov na globalnom finansovom rynke [Assessment of the place of the Russian Federation and its contestants in the global financial market]. Voprosy ekonomiki. (11). (in Russian).
- Danilov Yu. A. (2017). Effektivnost finansovogo rynka Rossii: vypolnenie sotsialnoekonomicheskikh funktsiy i globalnaya konkurentosposobnost [The efficiency of the Russian financial market: fulfillment of socio-economic functions and global competitiveness] Moscow: Delo. (in Russian).
- Danilov Yu.A. (2015). Globalnaya konkurentosposobnost natsionalnogo finansovogo rynka i mery po ee povysheniyu [Global competitiveness of the national financial market and the measures for enhancing its competitiveness]. Rossiyskoe predprinimatelstvo. 16 (24). (in Russian).
- Thorsten Beck, Asli Demirgüç-Kunt and Ross Levine. (2000). A New Database on Financial Development and Structure World Bank Economic Review. (14). 597-605.