



**Банк России**

Центральный банк Российской Федерации

**Сопоставление модели  
российского финансового  
сектора с моделями  
финансовых секторов  
других стран**

**Аналитическая  
записка**

**№ 7  
Июль 2017**

**МОСКВА**

На основе анализа данных выборки из 63 стран за 2004–2014 годы были выявлены четыре основные модели финансового сектора, характерные для стран с уровнем дохода не ниже среднего, – «автономные», «сбалансированные лидеры», «перегретые лидеры», «младшие партнеры» (Таблица 1, Рисунок 1). Под моделью финансового сектора страны далее понимается система взаимосвязанных характеристик, отражающих различные аспекты финансового развития и позволяющих объяснить базовые закономерности и результаты функционирования финансовых посредников и рынков.

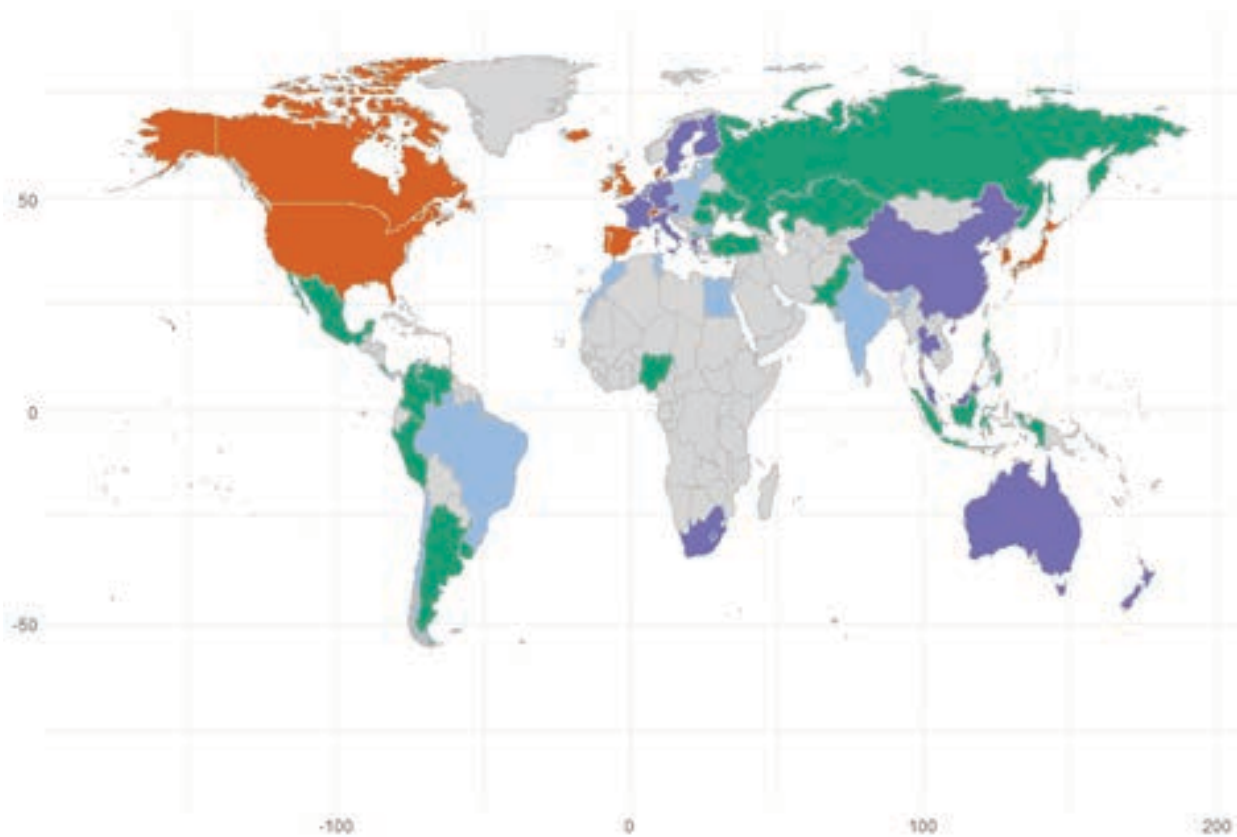
Для выявления моделей анализировались следующие характеристики развития финансового сектора: масштаб деятельности финансовых посредников; глубина финансовых рынков; стабильность посредников и рынков; эффективность посредников и рынков; охват экономических агентов финансовыми услугами; показатели «качества» финансового сектора (конкуренция, концентрация, срочность, долларизация и другие). По каждой из этих характеристик на основе данных отдельных показателей строились главные компоненты, или субиндексы, финансового развития. Для идентификации моделей использовалась кластеризация стран по субиндексам с применением EM-алгоритма с байесовским расширением (относительно оптимизации числа кластеров по критерию BIC). Ее результаты были верифицированы с помощью иерархического метода и метода k-средних.

Таблица 1

**Результаты кластеризации стран по субиндексам финансового развития  
с применением EM-алгоритма с байесовским расширением**

Кластер 1 «автономные»	Кластер 2 «перегретые лидеры»	Кластер 3 «сбалансированные лидеры»	Кластер 4 «младшие партнеры»
Нигерия	США	Австралия	Марокко
Индонезия	Канада	Новая Зеландия	Египет
Венесуэла	Южная Корея	Нидерланды	Тунис
Аргентина	Ирландия	Финляндия	Панама
Россия	Португалия	Сингапур	Чили
Колумбия	Испания	Италия	Бразилия
Казахстан	Дания	Франция	Индия
Турция	Япония	Бельгия	Словения
Перу	Великобритания	Швеция	Словакия
Уругвай	Швейцария	Германия	Венгрия
Коста-Рика	Исландия	Австрия	Болгария
Македония		Греция	Хорватия
Украина		Израиль	Чехия
Филиппины		ЮАР	Польша
Пакистан		Малайзия	Эстония
Мексика		Таиланд	Латвия
Румыния		Китай	Литва

Рисунок 1

**Карта с результатами кластерного анализа стран по субиндексам финансового развития**

Исходя из выявленных другими авторами и подтвержденных нашими оценками взаимосвязей, мы полагаем, что уровень развития и особенности финансового сектора страны в значительной мере предопределяются фундаментальными характеристиками ее экономики: общим уровнем доходов экономических агентов и их дифференциацией (Huang, 2005; Chakraborty&Ray, 2007; Chow et al, 2013), отраслевой структурой (Chakraborty&Ray, 2007; Kurronen, 2015), правовой системой и уровнем развития институтов (Beck et al. 2003, La Porta et al. 2008, Rethel, 2010; Torre et al. 2013; Fohlin, 2014), степенью интеграции в глобальные рынки (Huang, 2005, Torre et al. 2013).

Зависимость от этих фундаментальных характеристик не позволяет рассчитывать на слишком быструю эволюцию финансового сектора страны, обуславливает его длительную «привязанность» к определенной модели.

Было установлено, что для России характерна модель финансового сектора «автономные», к которой также относятся финансовые системы большинства стран с развивающейся экономикой экспортно-сырьевой направленности. Для стран этой группы характерна опора компаний на собственные финансовые ресурсы; приоритетная роль бюджетных и межфирменных каналов перераспределения финансовых ресурсов; преимущественно банковско ориентированный тип финансового сектора; высокая рыночная власть, прибыльность и ликвидность банков; сильная степень вмешательства государства в финансовый сектор; умеренная степень внешней финансовой открытости финансового сектора; умеренная степень интеграции регулирования и надзора финансового сектора (Таблица 2).

В целом страны, относящиеся к этой модели, характеризуются более слабым развитием финансового сектора. Они также в большей степени подвержены банковским кризисам, чем страны, относящиеся к другим моделям (Рисунок 2).

Таблица 2

## Сводная характеристика моделей финансового сектора по кластерам

Характеристика	Кластер 1	Кластер 2	Кластер 3	Кластер 4
Название модели	«Автономные»	«Перегретые лидеры»	«Сбалансированные лидеры»	«Младшие партнеры»
Общая характеристика модели	Опора на собственные финансовые ресурсы, – как правило, благодаря доходам от сырьевого экспорта. Приоритетная роль бюджетных и межфирменных каналов перераспределения финансовых ресурсов, ограниченная потребность в перераспределении через посредников	Некоторое преобладание рынков над посредниками; чрезвычайно сильная интеграция в мировые рынки капитала, сильные национальные финансовые институты и инфраструктура финансовых рынков; «пузыри» на рынке ипотеки и недвижимости накануне Великой рецессии	Некоторое преобладание посредников над рынками; гармонично включены в мировые рынки капитала, сильные национальные финансовые институты и инфраструктура финансовых рынков	Опора на импорт долгосрочных внешних ресурсов и высокое доверие населения к банкам, обеспечивающие приближение к показателям стран-лидеров
Показатели финансового развития, определяющие профиль кластера	Рыночная власть, прибыльность и ликвидность банков, показатели охвата финансовыми услугами	«Сверхглубина» институтов и рынков	Глубина институтов и рынков, их относительная стабильность	Долгосрочность банковских кредитов и депозитов, доля иностранных банков на рынке
Структура финансового сектора	Преимущественно банковско ориентированная	Главный критерий – эффективное выполнение функций посредниками и рынками (подход Р. Мертон и Ц. Бодье)	Главный критерий – эффективное выполнение функций посредниками и рынками (подход Р. Мертон и Ц. Бодье)	Банковско ориентированная
Правовые доктрины, отражающие принципы регулирования финансового сектора	Французская	Британская, скандинавская, немецкая	Британская, французская, немецкая	Немецкая, наследие социалистической системы права в странах ЦВЕ; определенное влияние французской правовой доктрины
Степень вмешательства государства в финансовый сектор	Сильная	Заметная (последствие преодоления кризиса)	Ограниченная	Значительная
Степень финансовой открытости	Умеренная	Очень высокая	Высокая	Достаточно высокая
Степень интеграции регулирования и надзора финансового сектора	Умеренная	Очень высокая	Высокая	Достаточно высокая

Рисунок 2



Мы полагаем, что диверсификация экономики, повышение уровня благосостояния, улучшение качества рыночных институтов, а также эволюция взаимоотношений внутренних и зарубежных финансовых организаций создают необходимые предпосылки для перехода стран в кластеры с более высоким уровнем развития финансового сектора.

Пошаговое определение принадлежности страны к тому или иному кластеру показало, что с 2004 по 2014 год 17 стран из кластера «автономные» перешли в более развитый кластер, в основном в кластер «младшие партнеры» (Таблица 3). В частности, такой переход осуществили Бразилия, Мексика, Турция, Индия, Польша, Венгрия, Румыния<sup>1</sup>. Этот переход сопровождался расширением импорта капитала, институтов и компетенций из-за рубежа и более тесной интеграцией финансовых секторов этих стран с финансовыми секторами стран-лидеров. Как правило, при этом происходило увеличение уровня внешнего долга, в некоторых случаях – повышение долларизации кредитов и депозитов. Однако уровень развития и устойчивости финансового сектора в процессе перехода в целом возрастал.

Анализ конкретных случаев успешного финансового развития показал, что существуют возможности ускорить такой переход средствами экономической политики. К ним относятся: ценовая, валютная и бюджетная стабилизация (Бразилия, Индия, Турция); либерализация режима регулирования иностранных инвестиций (Бразилия, Индия, Польша); существенное повышение качества надзора за финансовым сектором (Бразилия, Индия, Турция, Польша); участие страны в региональной интеграции (Бразилия, Турция, Польша).

Отмечались также примеры перехода из группы «младших партнеров» в группу «сбалансированных лидеров» – в этом случае зависимость страны от притока внешних капиталов, наоборот, уменьшалась. Анализ успешных случаев перехода (Словения) показал, что этому сопутствовало значительное повышение качества общеэкономических институтов (в том числе защиты прав собственников и кредиторов), а также политика «дозированного» допуска иностранных банков на финансовый рынок страны.

<sup>1</sup> По некоторым из этих стран (Турция, Румыния, Мексика) кластеризация по усредненным данным за период 2004–2014 годов показывала принадлежность страны к кластеру «автономные», в то время как пошаговая идентификация указывала на произошедший в течение этого времени переход в другой кластер.

Таблица 3

**Количество стран, осуществивших переход между кластерами  
в 2004–2014 годах (по выборке из 61 страны)**

Реципиенты (2014) \ Доноры (2004)	Кластер 1 («автономные»)	Кластер 2 («перегретые лиде- ры»)	Кластер 3 («сбаланси-рованные лидеры»)	Кластер 4 («младшие партне- ры»)
Кластер 1 («автономные»)	-5	0	0	1
Кластер 2 («перегретые лидеры»)	1	-8	6	0
Кластер 3 («сбалансированные лидеры»)	0	0	-11	3
Кластер 4 («младшие партнеры»)	16	0	1	-9

Как показал анализ взаимосвязей между различными показателями развития финансового сектора, переход страны из кластера «автономные» в кластер с более высоким уровнем развития («младшие партнеры» или «сбалансированные лидеры») может происходить вследствие существенного взаимного усиления динамики следующих сегментов финансового сектора: «независимые пенсионные фонды – долгосрочное кредитование населения»; «страхование жизни – фондовый рынок».

## ЛИТЕРАТУРА

- Andritzky J., Kavčič M., Košak T., Šuler T. (2007). Bank risks from cross border lending and borrowing in Slovenia // *Financial Stability Review, Expert Papers on Financial Stability*, 2007.
- Barth J. R., Caprio G., Levine R. (2001). Bank regulation and supervision: what works best? // *Policy Research Working Paper no. 2725*, World Bank, Washington, DC.
- Beck T., Demirguc-Kunt A., Levine R. (2003). Law and finance: why does legal origin matter? // *Journal of Comparative Economics*, Vol. 35, pp. 653–675
- Bittencourt M. (2011). Inflation and financial development: Evidence from Brazil // *Economic Modelling*. – T. 28. – № 1. – С. 91–99.
- Bordo M. D., Meissner C. M. (2015). Growing Up to Stability? Financial Globalization, Financial Development and Financial Crises. // *National Bureau of Economic Research* – № w21 287.
- Bredenkamp H.; M. Josefsson; and C.-J. Lindgren (2009). Turkey's Renaissance: From Banking Crisis to Economic Revival. // In *Successes of the International Monetary Fund: Untold Stories of Cooperation at Work*, ed. E. Brau and I. McDonald, pp. 64–84. Basingstoke, UK: Palgrave Macmillan.
- Chakraborty S., Ray T. (2007). The development and structure of financial systems // *Journal of Economic Dynamics and control*. – T. 31. – № 9. – С. 2920–2956.
- Chow W. W., Fung M. K. (2013) Financial development and growth: a clustering and causality analysis // *The Journal of International Trade & Economic Development*. – T. 22. – № 3. – С. 430–453.
- Claessens S., Dell'Ariccia G., Igan D., Laeven L. (2010). Cross-country experiences and policy implications from the global financial crisis // *Economic Policy*.
- Dempster A., Laird N., Rubin D. (1977). Maximum Likelihood from Incomplete Data via the EM Algorithm // *Journal of the Royal Statistical Society, Series B* 39 (1): 1–38.
- Fohlin C. (2014). Financial systems and economic development in historical perspective // Johns Hopkins University and Emory University, Department of Economics.
- Frankel, F. (2005). *India's Political Economy, 1947–2004: The Gradual Revolution* // Oxford University Press, New Delhi.
- Huang, Y. (2005). *What Determines Financial Development?* // Discussion Paper 05/580. University of Bristol, Bristol, UK.
- International Monetary Fund (2012). *Turkey: Financial System Stability Assessment* // Country Report, No: 12/261, September 2012.
- Ionescu L., Buhur S. (2015) The Fiscal and Financial Control Reform in Romania and Turkey: A Comparative Study // *Annals of «Spiru Haret». Economic Series*. – T. 15. – № 2. – С. 27–34.
- Janc A., Marszalek P. (2014). *Financial Regulation in Poland* // Financialisation, Economy, Society & Sustainable Development (FESSUD) Project
- Jenkins R. (1999). *Democratic Politics and Economic Reform in India* // Cambridge University Press.
- Kartal F. et al. (2013). Development of Capital Markets in Turkey and Analysis of Financial Structure of the Intermediary Institutions // *Eurasian Journal of Business and Management*. – T. 1. – № 1. – С. 1–14.
- Kiliç M.; Kiliç Z.; and Turhan M.İ. (2012). Resilience of the Turkish Economy During the Global Financial Crisis of 2008 // *Emerging Markets Finance & Trade* 48, supp. 5: 19–34.
- Kohli A. (2006). Politics of Economic Growth in India, 1980–2005: Part II: The 1990s and Beyond // *Economic and Political Weekly*, 41 (14), pp. 1361–1370.
- Kumar N. (2000). Economic Reforms and Their Macro-Economic Impact // *Economic and Political Weekly*, 35 (10), pp. 803–812.
- Kurronen S. (2015). Financial sector in resource-dependent economies // *Emerging Markets Review*, Vol. 23, pp. 208–229.
- Laeven L., and Valencia F. (2013). Systemic Banking Crises Database // *IMF Economic Review*, Vol. 61 (2), pp. 225–270.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. (2008). The economic consequences of legal origins // Journal of Economic Literature, Vol. 46 (2), pp. 285–332.

Merton, R., and Bodie Z. (2005). Design of financial systems: towards a synthesis of function and structure // Journal of Investment Management, Vol. 3 (1), pp. 1–23.

Neck R., Blueschke D., Weyerstrass K. (2011). Optimal macroeconomic policies in a financial and economic crisis: a case study for Slovenia // Empirica, Volume 38, Issue 3, pp. 435–459.

Ozkan S., Balsari C. K., Varan S. (2014). Effect of banking regulation on performance: evidence from Turkey // Emerging Markets Finance and Trade. – Т. 50. – №4. – С. 196–211.

Pinheiro A., Bonelli R. (2015) Financial Development, Growth and Equity in Brazil. // Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada-IPEA – №0159.

Rajan R. G., Zingales L (2003). The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century // Journal of financial economics. – Т. 69. – №1. – С. 5–50.

Rawdanowicz L. (2010). The 2008–09 Crisis in Turkey: Performance, Policy Responses and Challenges for Sustaining the Recovery // Working Paper no. 819, Organization for Economic Cooperation and Development, Paris.

Rethel L. (2010). The new financial development paradigm and Asian bond markets // New Political Economy. – Т. 15. – №4. – С. 493–517.

Romaniuk J., Sznajderska A. (2013) Institutional Changes in Financial Systems of Poland and the Czech Republic // Comparative Economic Research. – Т. 16. – №1. – С. 123–142.

Stiblar F., Voljc M. (2004). Slovenia: From Yugoslavia to the European Union. Chapter 16. The International Bank for Reconstruction and Development // The World Bank,

Torre A., Feyen E., Ize A. (2013). Financial development: structure and dynamics //The World Bank Economic Review. – Т. 27. – №3. – С. 514–541.

Vintila D. et al. (2012). Dynamic Trends Of Foreign Direct Investments And Macroeconomic Changes In Central And Eastern Countries During 2000–2010 // Annals-Economy Series.. – Т. 3. – С. 228–235.

World Bank (2012). Global Financial Development Report 2013: Rethinking the Role of the State in Finance. Washington, DC: World Bank. doi:10.1596/978-0-8213-9503-5.

***МГИМО, Центр макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования (ЦМАКП)***

Михаил Столбов

***Центр макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования (ЦМАКП)***

Ирина Голощапова,  
Олег Солнцев,  
Елизавета Цепилова,  
Ренат Ахметов,  
Вера Панкова