
ЭКОНОМИКА,
ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ТЕОРИЯ

РЕСУРСНАЯ ЗАВИСИМОСТЬ И ФИНАНСОВОЕ РАЗВИТИЕ

© 2018 г. М. Столбов, О. Солнцев, И. Голощапова

СТОЛБОВ Михаил Иосифович, доктор экономических наук,
МГИМО МИД России, РФ, 119454 Москва, пр-т Вернадского, 76 (stolbov_mi@mail.ru).

СОЛНЦЕВ Олег Геннадьевич, кандидат экономических наук,
Центр макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования (ЦМАКП), РФ, 117418 Москва,
Нахимовский пр-т, 47 (OSolntsev@forecast.ru).

ГОЛОЩАПОВА Ирина Олеговна, аспирант, ведущий эксперт,
МГУ им. М.В. Ломоносова, РФ, 119234 Москва, Ленинские горы, 1, стр. 46;

Центр макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования (ЦМАКП), РФ, 117418, Москва,
Нахимовский пр-т, 47 (IGoloshchapova@forecast.ru).

Статья поступила в редакцию 20.11.2017.

В статье изложены результаты эмпирического анализа взаимосвязи между ресурсной зависимостью и финансовым развитием. Показано, что между ресурсной специализацией экономики и финансовым развитием наблюдается отрицательная корреляция. Наиболее выражена она в случае финансового посредничества, в случае же финансовых рынков она не столь значима. Сходные результаты получены и при вычислении частных коэффициентов корреляции, когда контрольными переменными служили показатели среднедушевого ВВП и качества управления, публикуемые Всемирным банком.

Ключевые слова: финансовое развитие, ресурсная зависимость, финансовое посредничество, корреляционный анализ.

DOI: 10.20542/0131-2227-2018-62-5-52-61

По уровню финансового развития Россия отстает от большинства развитых и ряда крупных постсоциалистических и развивающихся экономик (см. подробнее [1, 2]). В последние годы ситуация усугубилась системным кризисом банковского сектора. Перспективы выхода из него пока не ясны. В этих условиях особую актуальность приобретает вопрос о потенциале и возможных драйверах преодоления сложившегося отставания. Для ответа на него необходимо решить две основные задачи: 1) оценить объективные ограничения в развитии финансового сектора с учетом фундаментальных характеристик национальной экономики, социокультурных и общественно-политических особенностей; 2) определить возможности достижения в рамках имеющихся ограничений наилучших результатов с помощью мер экономической политики. В настоящей статье мы сосредоточимся главным образом на первой из названных задач.

МЕТОДОЛОГИЯ АНАЛИЗА

Использование новых статистических подходов, в частности байесовского усреднения моделей (*Bayesian Model Averaging, BMA*), позволяет приблизиться к ответу на вопрос, какие же из множества индикаторов, аппроксимирующих финансовое развитие, являются определяющими. Недавнее

исследование, охватывающее почти 40 социально-экономических, институциональных и географических показателей по 80 странам мира, показало, что финансовое развитие в первую очередь зависит от таких индикаторов, как темпы экономического роста и индекс верховенства закона (*rule of law index*) [3]. Правда, в этом анализе отдельно не выделялись страны с ресурсной специализацией и не учитывались переменные, характеризующие зависимость страны от экспорта сырьевых товаров.

Значимое отставание России от других стран БРИК по большинству ключевых показателей финансового развития [2, 4], несмотря на более высокий уровень благосостояния и сопоставимый уровень развития политико-правовых институтов, дает основания полагать, что в данном случае действуют иные мощные сдерживающие факторы. Ресурсная специализация — одна из ключевых особенностей российской экономики, игнорирование которой, безусловно, ограничивает применимость результатов исследования для России [3].

Число работ, посвященных взаимосвязи обеспеченности ресурсами и финансового развития, пока сравнительно невелико. В большинстве из них красной нитью проходит тезис о негативном влиянии ресурсной зависимости на развитие финансового сектора.

Представляет интерес концепция Р. Раджана и Л. Зингалеса, раскрывающая роль различных групп интересов [5]. Согласно ей, в ресурсоориентированных странах наиболее заметное воздействие на состояние национального финансового сектора оказывают экспортеры сырья. Благодаря высокому рентному доходу, обеспечивающему широкие возможности самофинансирования бизнеса, они не сталкиваются с проблемой рационализации финансовых ресурсов. Кроме того, по сравнению с компаниями, действующими в секторах с неторгуемыми товарами, у них ниже издержки, связанные с размещением свободных средств на зарубежных финансовых рынках. В таких условиях практически отсутствуют стимулы к развитию конкурентного банковского сектора, способного кредитовать менее рентабельный и более рискованный бизнес в несырьевых секторах экономики, что затрудняет им доступ к заемным ресурсам и ограничивает перспективы развития.

Эмпирические исследования подтверждают эту концепцию. Они показывают слабость банковского сектора в ресурсозависимых странах и высвечивают тот факт, что это не сказывается на крупных компаниях – экспортерах сырья, поскольку они способны расширять свою деятельность не только за счет самофинансирования, но и за счет привлечения ресурсов на рынке ценных бумаг [6]. Кроме того отмечается, что отрицательная связь между ресурсной специализацией и финансовым развитием может быть сглажена за счет развития политических институтов, способных обеспечить исполнение контрактов и ограничить диктат крупных сырьевых экспортеров [7, 8].

Негативное влияние ресурсной специализации на финансовое развитие реализуется прежде всего через высокую волатильность сырьевых цен, которая периодически оборачивается финансовыми кризисами в ресурсодобывающих странах. Резкое ухудшение условий международной торговли влечет за собой рост просроченной задолженности по кредитам, снижение ликвидности и прибыльности кредитных организаций [9, 10]. При этом в большинстве государств-экспортеров отсутствуют эффективные механизмы аккумуляции сырьевых доходов в рамках национального финансового сектора, которые повышали бы его устойчивость к кризисам. На фоне роста доходов от сырьевого экспорта объемы депозитов и кредитования частного сектора, как показало недавнее панельное исследование, могут сокращаться. Основным же каналом, через который эти доходы попадают в экономику, остается государственное потребление [11]. Нередки случаи, когда к этому добавляется еще проводимая некоторыми правительствами политика финансовой репрессии, подразумевающая целенаправленные меры по изъятию ресурсов финансовых институтов

с целью пополнения бюджета и/или снижения бремени государственного долга.

Многие исследователи разделяют мнение о том, что низкий уровень диверсификации производства и экспорта, усиливающий ресурсную зависимость, может тормозить рост благосостояния страны. В свою очередь, его невысокий уровень будет сдерживать развитие финансового сектора [12, 13, 14, 15].

Ресурсная зависимость, как доказывается в [13], усиливает неравенство национальных экономических агентов по доходам, способствует перекоосу структуры финансовой системы в пользу рынка ценных бумаг (*market-based* модель финансовой системы), когда в проигрыше остается ее банковский сегмент. Наименее состоятельные экономические агенты не имеют сбережений и не способны гарантировать кредиторам возврат долга, что снижает их потребность в услугах банков. Более же состоятельные экономические агенты, как правило, имеют относительно высокий уровень финансовой грамотности и в большей мере склонны к риску, поэтому также не сильно нуждаются в услугах банков и склонны активно инвестировать на рынках ценных бумаг.

Отрицательная взаимосвязь ресурсной зависимости и финансового развития эмпирически выявляется не только при сопоставлении в рамках широких страновых выборок, но и при внутристрановом анализе. В частности, применительно к Китаю показано, что в богатых сырьевыми ресурсами провинциях развитие финансового посредничества и рынков ниже, чем в остальных [16].

Общим недостатком рассмотренных работ можно считать узость спектра исследуемых параметров (как правило, в качестве основного аппроксимирующего финансовое развитие параметра используется соотношение между объемом кредитов частному сектору и ВВП). Это не позволяет составить общую картину влияния фундаментальных характеристик национальной экономики (в том числе ее ресурсной специализации), а также особенностей социально-экономического и институционального развития на финансовый сектор. В частности, без внимания остаются факторы, влияющие на развитие небанковских финансовых организаций, доступность финансовой инфраструктуры, эффективность финансового сектора.

Попытаемся проверить следующие гипотезы, касающиеся взаимосвязи ресурсной зависимости и финансового развития в отдельных странах.

1. Ресурсная зависимость напрямую сдерживает развитие финансового сектора, провоцируя его нестабильность, ограничивая конкуренцию и ослабляя стимулы к формированию в его рамках общедоступной инфраструктуры.

2. Ресурсная зависимость опосредованно сдерживает финансовое развитие, поскольку тормозит совершенствование политико-правовых институтов и повышение экономического благосостояния.

3. Прогресс политико-правовых институтов и повышение уровня благосостояния ослабляют негативные последствия ресурсной зависимости и способствуют ускорению финансового развития.

4. Ресурсная зависимость в большей мере ограничивает развитие банковского сектора, чем рынка ценных бумаг.

Проверка перечисленных гипотез будет проводиться на базе широкого набора показателей, отражающих ключевые аспекты развития финансового сектора. Для этого используется многоуровневый корреляционный анализ (подробнее см.: [17]). На его первом этапе определяется взаимосвязь между индикаторами ресурсной зависимости и субиндексами финансового развития для широкой выборки стран¹. Затем для подвыборки, включающей страны с выраженными признаками ресурсной специализации экспорта, корреляции рассчитываются как на уровне субиндексов, так и для отдельных индикаторов финансового развития. Предполагается, что в рамках такой подвыборки результаты проверки сформулированных гипотез могут оказаться более точными.

Для определения устойчивости полученных результатов помимо парных коэффициентов корреляции рассчитываются частные корреляции, где контрольными переменными служат показатели уровня благосостояния экономики (измеряемого величиной среднедушевого ВВП) и качества государственного управления (*governance indicators*), публикуемые Всемирным банком.

ОЦЕНКА ДЛЯ ПОЛНОЙ ВЫБОРКИ СТРАН

Для каждой из 63 стран полной выборки анализируются данные по 47 показателям. Они объединены в шесть групп, характеризующих основные аспекты

¹ В нее вошли 63 страны с развитой и развивающейся экономикой, а также государства с формирующимся рынком, имевшие в 2004–2014 гг. подушевые доходы не ниже среднемирового уровня. Из анализа исключены микрогосударства с численностью населения менее 1 млн человек. В выборку включены страны, для которых доля пропущенных значений в данных по всем показателям не превышала 5%. При заполнении пропусков в данных применялся следующий эвристический принцип: при наличии менее четырех пропусков ряд подвергался линейной интерполяции, а при большем числе пропусков значения заполнялись с помощью техники кубических сплайнов. Сходный подход к заполнению пропусков в данных применялся в [18, 19, 20].

развития финансового сектора: охват финансовыми услугами (инклюзивность), глубину финансового посредничества, глубину финансовых рынков, стабильность посредников, эффективность посредников и прочие характеристики, отражающие “качество” развития (конкуренцию, уровень концентрации и долларизации, степень интегрированности с зарубежными институтами и др.)². За основу взяты данные Всемирного банка (*Global Financial Development Database*), а также *Bankscope* о структуре активов и пассивов банковских систем. Некоторые дополнительные показатели были получены из баз данных МВФ *International Financial Statistics* и *Financial Soundness Indicators*.

Для получения итоговой оценки по каждому из аспектов финансового развития вычислялись первые главные компоненты (в разрезе предварительно нормализованных индикаторов по всем странам), которые в дальнейшем именовались субиндексами финансового развития (подробнее см. [17]).

Для идентификации стран с ресурсной специализацией использовались традиционные показатели, рассчитываемые Всемирным банком: доля минерального сырья (топлива и металлов) в совокупном экспорте (*World Development Indicators*) и доля природной ренты в ВВП (*Wealth Accounting*) [6, 21, 22, 23]. Между средними показателями ресурсной зависимости и тремя однозначно интерпретируемыми субиндексами финансового развития, за исключением субиндекса глубины рынков, обнаруживается отрицательная корреляционная зависимость. Наиболее явно она присуща субиндексу глубины финансового посредничества (табл. 1).

ОЦЕНКА ДЛЯ СТРАН – ЭКСПОРТЕРОВ СЫРЬЯ

В рамках полной выборки стран была выделена отдельная группа стран – экспортеров сырья (рис.). Критерием служило превышение медианной доли (11.66%) минерального сырья в национальном экспорте. При этом из полученной группы были исключены государства, активно вовлеченные в реэкспорт: Бельгия, Греция, Сингапур, Эстония, Финляндия, Литва. Таким образом, в данную выборку вошли 25 государств³.

² Ввиду нехватки данных по большинству стран из анализа исключены такие факторы, как стабильность и эффективность финансовых рынков.

³ Аргентина, Австралия, Бразилия, Болгария, Канада, Чили, Колумбия, Хорватия, Египет, Исландия, Индия, Индонезия, Казахстан, Малайзия, Мексика, Марокко, Нидерланды, Нигерия, Перу, Россия, ЮАР, Тунис, Украина, Великобритания, Венесуэла.

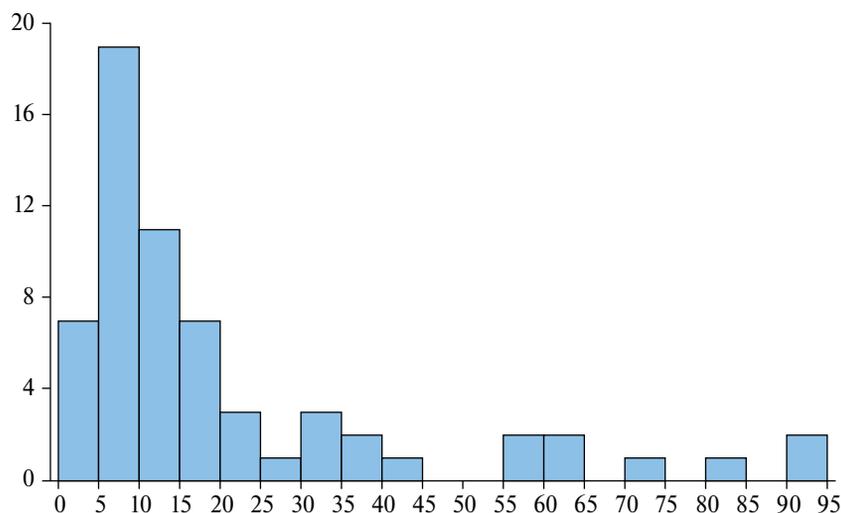


Рис. Распределение стран в исходной выборке по доле минерального сырья в экспорте, средние значения за 2004–2014 гг., %

Корреляционный анализ взаимосвязи показателей ресурсной зависимости и финансового развития по этой группе стран выполнялся в три этапа. На первом были оценены парные коэффициенты корреляции между показателями ресурсной зависимости и субиндексами охвата финансовыми услугами, глубины рынков и посредников. Далее эта процедура была воспроизведена для отдельных индикаторов финансового развития. На третьем этапе проводилась проверка устойчивости, предполагающая расчет частных (*partial*) коэффициентов корреляции между показателями ресурсной зависимости и отдельными индикаторами финансового развития.

В качестве контрольных переменных использовались средние показатели ВВП на душу населения (в постоянных ценах 2010 г.) и качества управления (*governance indicators*) за 2004–2014 гг., публикуемые Всемирным банком. При этом качество управления в ресурсозависимых экономиках оценивалось по таким показателям, как

эффективность органов управления (*government effectiveness*), подотчетность (*voice and accountability*), контроль над коррупцией (*control of corruption*), качество регулирования (*regulatory quality*), политическая стабильность (*political stability*) и обеспечение верховенства закона (*rule of law*) [24].

На первом этапе были получены результаты, схожие с результатами, характерными для глобальной выборки из 63 стран (табл. 2). Расчеты показали отрицательную зависимость между ресурсной зависимостью и субиндексами финансового развития, наиболее выраженной она оказалась в случае субиндекса глубины финансового посредничества.

Обобщенные результаты второго и третьего этапов корреляционного анализа представлены в табл. 3.

Парные коэффициенты корреляции демонстрируют отрицательную зависимость между ресурсной зависимостью и большинством показателей глубины финансового посредничества. Однако эти результаты находятся на конвенциональном уровне статистической

Таблица 1. Коэффициенты корреляции между показателями ресурсной зависимости и субиндексами финансового развития

Критерий	Субиндекс охвата финансовыми услугами	Субиндекс глубины финансового посредничества	Субиндекс глубины рынков
Доля минерального сырья в экспорте	-0.14	-0.34 ²	-0.12
Доля природной ренты в ВВП	-0.34 ²	-0.41 ²	-0.21 ¹

¹ Статистическая значимость оценок коэффициентов на уровне 10%.

² Статистическая значимость оценок коэффициентов на уровне 1%.

Источник табл. 1–3: расчеты авторов.

Таблица 2. Коэффициенты корреляции между показателями ресурсной зависимости и субиндексами финансового развития для стран – экспортеров сырья

Критерий	Субиндекс охвата финансовыми услугами	Субиндекс глубины финансового посредничества	Субиндекс глубины рынков
Доля минерального сырья в экспорте	-0.09	-0.39 ¹	-0.22
Доля природной ренты в ВВП	-0.35 ¹	-0.45 ²	-0.34 ¹

¹ Статистическая значимость оценок коэффициентов на уровне 10%.

² Статистическая значимость оценок коэффициентов на уровне 5%.

значимости, равном 5%, только применительно к таким индикаторам, как отношение активов банковской системы и ликвидных обязательств банковской системы (денежной массы) к ВВП. С учетом контрольных переменных данная отрицательная корреляционная связь сохраняется лишь для последнего индикатора, свидетельствуя о том, что ресурсная специализация экономики, как правило, сочетается с более низким уровнем ее монетизации. Последнее, вероятно, связано с более интенсивным вывозом капитала за рубеж и офшоризацией сферы расчетов в этих странах.

В целом число устойчивых зависимостей при переходе от парных коэффициентов корреляции к частным относительно невелико. Обнаруживается выраженная положительная зависимость между ресурсной зависимостью и величиной индикатора Буна⁴, свидетельствующая о наличии у банков большей рыночной власти, которая позволяет устанавливать повышенные надбавки к цене их услуг. Это согласуется с устойчивой положительной зависимостью между ресурсной специализацией страны и величиной чистой процентной маржи ее банковской системы.

Вместе с тем прослеживается отрицательная корреляционная связь с показателем *Z-score*⁵, что свидетельствует о нестабильности банковских систем в ресурсозависимых экономиках, обусловленной неустойчивостью конъюнктуры мировых сырьевых рынков. Также прослеживается, хотя и только на 10%-ном уровне, отрицательная связь между ресурсной зависимостью (долей минерального сырья в экспорте) и отношением ликвидных

активов к депозитам и краткосрочным привлеченным средствам, что говорит о более высокой степени риска возникновения проблем с ликвидностью в таких банковских системах.

Были также рассчитаны парные и частные коэффициенты корреляции с привлечением ряда дополнительных показателей по отдельным странам выборки. Речь, в частности, идет о таких показателях, как доля кредитов нефинансовому сектору и населению (23 наблюдения), величина активов взаимных и пенсионных фондов относительно ВВП (24 наблюдения), доля выданных кредитов, номинированных в иностранной валюте (14 наблюдений), и обязательств банков (15 наблюдений). Значимые отрицательные корреляционные зависимости были выявлены между обеспеченностью ресурсами и долей кредитов нефинансовому сектору и населению, а также величиной активов взаимных фондов относительно ВВП. Однако они утратили статистическую значимость при добавлении контрольных переменных.

* * *

Проведенные расчеты подтвердили негативное влияние сырьевой специализации экономики на финансовое развитие страны, особенно в части воздействия на глубину финансового посредничества. Этот вывод справедлив и для широкой выборки стран, и для стран с ресурсной специализацией экспорта. Также прослеживается негативное влияние ресурсной зависимости экономики на уровень охвата (доступности) финансовых услуг.

В то же время отрицательная связь между ресурсной зависимостью и субиндексом глубины рынков, если и есть, то не столь выражена. Это отчасти подтверждает гипотезу о том, что ресурсная зависимость в большей степени ограничивает развитие банковского сектора, чем рынка ценных бумаг. Страны с ресурсной специализацией экспорта, как правило, отстают по глубине

⁴ Индикатор Буна (*Boone indicator*) – показатель интенсивности конкуренции в банковской системе, рассчитываемый как эластичность прибыли (отношения прибыли к активам) по предельным затратам. Чем она выше, тем менее интенсивна конкуренция.

⁵ *Z-score* – мера риска банковской системы, определяемая как отношение суммы долей капитала и прибыли в активах к стандартному отклонению доли прибыли в активах. Чем выше значение этого показателя, тем устойчивее банковская система.

Таблица 3. Коэффициенты корреляции между показателями ресурсной зависимости и отдельными индикаторами финансового развития для стран – экспортеров сырья

Показатели финансового развития	Парные коэффициенты корреляции		Частные коэффициенты корреляции (показатели качества управления и уровня дохода как контрольные переменные)	
	доля минерального сырья в экспорте	доля природной ренты в ВВП	доля минерального сырья в экспорте	доля природной ренты в ВВП
Показатели охвата финансовыми услугами				
Число банкоматов на 100 тыс. населения	-0.13	-0.23	0.17	0.01
Число банковских филиалов на 100 тыс. населения	-0.02	-0.34 ¹	-0.08	-0.36
Показатели глубины финансового посредничества				
Отношение активов банковской системы к ВВП	-0.40 ²	-0.45 ²	-0.27	-0.25
Отношение внутреннего частного кредита к ВВП	-0.29	-0.36 ¹	0.13	0.15
Отношение частного кредита к ВВП	-0.33	-0.39 ¹	-0.08	-0.09
Отношение премий по страхованию жизни к ВВП	-0.23	-0.31	0.07	0.13
Отношение премий по иным видам страхования к ВВП	-0.36 ¹	-0.40 ²	-0.26	-0.31
Отношение денежной массы к ВВП	-0.48 ²	-0.47 ²	-0.55 ²	-0.57 ²
Показатели эффективности финансового посредничества				
Отношение совокупных издержек к совокупному доходу банков	0.04	0.11	-0.26	-0.08
Чистая процентная маржа	0.52 ³	0.52 ³	0.42 ¹	0.51 ²
Доля непроцентного дохода в совокупном доходе банков	0.07	0.06	0.02	0.04
Отношение накладных издержек к активам банков	0.42 ²	0.44 ²	0.26	0.24
Рентабельность активов (ROA)	0.07	0.01	-0.12	-0.18
Рентабельность собственного капитала (ROE)	0.41 ²	0.10	0.49 ²	0.17
Доля кредитов государству и предприятиям с госучастием в кредитном портфеле	-0.32	-0.26	-0.36	-0.34
Показатели стабильности финансового посредничества				
Отношение капитала к активам банков	0.21	0.31	0.16	0.17
Доля просроченной задолженности в кредитном портфеле	0.06	0.33	-0.16	-0.12
Значение норматива достаточности капитала	-0.10	0.04	0.00	0.14

Таблица 3 (окончание)

Показатели финансового развития	Парные коэффициенты корреляции		Частные коэффициенты корреляции (показатели качества управления и уровня дохода как контрольные переменные)	
	доля минерального сырья в экспорте	доля природной ренты в ВВП	доля минерального сырья в экспорте	доля природной ренты в ВВП
<i>Z-score</i>	-0.34 ¹	-0.31	-0.57 ²	-0.61 ³
Отношение ликвидных активов к депозитам и краткосрочным привлеченным средствам	-0.07	0.05	-0.42 ¹	-0.15
Показатели глубины финансовых рынков				
Отношение совокупных портфельных обязательств к ВВП	-0.18	-0.25	-0.10	-0.01
Отношение капитализации рынка акций к ВВП	-0.17	-0.26	0.31	0.30
Отношение оборота рынка акций к ВВП	-0.22	-0.35 ¹	0.12	0.16
Показатели качества финансового развития				
Уровень концентрации в банковской системе	-0.11	-0.18	-0.01	0.07
Индикатор Буна	0.36 ¹	0.54 ³	0.46 ²	0.60 ³
Отношение иностранных активов банков к ВВП	-0.39 ¹	-0.45 ²	-0.20	-0.20
Доля иностранных банков в общем числе банков	-0.25	-0.25	-0.52 ²	-0.50 ²
Отношение кредитов от банков-нерезидентов к ВВП	-0.16	-0.22	-0.06	0.02
Доля розничного фондирования в пассивах	0.21	0.23	0.14	-0.04
Отношение краткосрочных пассивов банков к долгосрочным	0.37 ¹	0.33	0.05	-0.08

¹ Статистическая значимость оценок коэффициентов на уровне 10%.

² Статистическая значимость оценок коэффициентов на уровне 5%.

³ Статистическая значимость оценок коэффициентов на уровне 1%.

и интенсивности конкуренции банков. При этом они более уязвимы перед внешними шоками.

Существенно не меняет картину включение в корреляционный анализ дополнительных контрольных переменных, отражающих качество государственного управления и среднедушевой доход. Совершенствование политических институтов и повышение уровня благосостояния лишь

отчасти компенсирует перечисленные негативные эффекты, сказывающиеся на финансовом развитии стран с высокой ресурсной зависимостью.

Проведенный анализ заставляет с известной настороженностью относиться к результатам тех панельных исследований [24, 25], где утверждается, что финансовое развитие нейтрализует “ресурсное проклятие” – отрицательное воздействие

ресурсного изобилия на долгосрочный экономический рост. Такой сценарий не исключен при изначально высоком уровне развития финансового сектора и сильных политико-правовых институтах (Норвегия), однако вряд ли применим к большинству других государств с ресурсной специализацией экономики. К тому же здесь не учитывается динамический отрицательный эффект ресурсной зависимости для финансового развития, который в свою очередь не дает финансовому сектору реализовать свой потенциал стимулирования экономического роста. Отмеченный эффект сложно выявить при панельной структуре данных, но он более заметен при анализе динамических рядов по отдельно взятой стране. В частности, для Нигерии не обнаруживается статистически значимая связь между развитием национального финансового сектора и темпами экономического роста, когда контрольными переменными служат степень торговой открытости и уровень нефтяных цен [26].

Таким образом, в условиях сохраняющейся ресурсной специализации экономики развитие финансового сектора может быть более успешным, если будут учтены два важных условия.

Первое. Даже при заметном улучшении качества политико-правовых институтов и повышении среднего уровня благосостояния страна с ресурсной специализацией экономики будет подвержена более высокому риску финансовой нестабильности и недостаточной конкуренции в финансовом секторе. Потребуется целенаправленная политика государства по развитию конкуренции, поддержанию стабильности в финансовом секторе, обеспечению доступности финансовой инфраструктуры.

Второе. Как показывают расчеты, угнетающее воздействие ресурсной зависимости заметнее сказывается на финансовых посредниках, чем на финансовых рынках. Поэтому экономическая политика стран с ресурсной специализацией может быть в большей мере нацелена на поддержку рынка ценных бумаг, нежели на стимулирование развития банковской системы.

Статья подготовлена в рамках НИР “Долгосрочные целевые ориентиры развития финансового сектора” по заказу Банка России (договор № БР-Д-11/654 от 15 сентября 2016 г.).

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ / REFERENCES

1. Мамонов М., Пестова А., Панкова В., Ахметов Р., Солнцев О. Долгосрочное прогнозирование размера и структуры финансового сектора России. *Серия докладов об экономических исследованиях Банка России*. № 20, июль 2017. [Mamonov M., Pestova A., Pankova V., Akhmetov R., Solntsev O. Dolgosrochnoe prognozirovaniye razmera i struktury finansovogo sektora Rossii [Long-term forecasting of the size and structure of the Russian financial sector]. *Seriya dokladov ob ekonomicheskikh issledovaniyakh Banka Rossii* [Series of reports on economic studies of the Bank of Russia]. No. 20, July 2017.]
2. Мамонов М., Пестова А., Панкова В., Ахметов Р., Солнцев О. Финансовый сектор, экономический рост и макроэкономическая стабильность. *Серия докладов об экономических исследованиях Банка России*. № 21, июль 2017. [Mamonov M., Pestova A., Pankova V., Akhmetov R., Solntsev O. Finansovyi sektor, ekonomicheskii rost i makroekonomicheskaya stabil'nost' [Financial sector, economic growth and macroeconomic stability]. *Seriya dokladov ob ekonomicheskikh issledovaniyakh Banka Rossii* [Series of reports on economic studies of the Bank of Russia]. No. 21, July 2017.]
3. Horvath R., Horvatova E., Siranova M. Financial Development, Rule of Law and Wealth Inequality: Bayesian Model Averaging Evidence. *BOFIT Discussion Paper 12/2017*, 21.08.2017, pp. 1-28.
4. *Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на период 2016–2018 годов*. Москва, Банк России, 2016. 75 с. [Guidelines for the development of the Russian financial market in 2016–2018. Moscow, Bank of Russia, 2016. 75 p.]
5. Rajan R., Zingales L. The Great Reversals: the Politics of Financial Development in the Twentieth Century. *Journal of Financial Economics*, 2003, vol. 69, pp. 5-50. DOI:10.1016/S0304-405X(03)00125-9.
6. Kurronen S. Financial Sector in Resource-dependent Economies. *Emerging Markets Review*, 2015, vol. 23, pp. 208-229. DOI:10.1016/j.ememar.2015.04.010.
7. Huang Y. Political Institutions and Financial Development: an Empirical Study. *World Development*, 2010, vol. 38, pp. 1667-1677. DOI:10.1016/j.worlddev.2010.04.001.
8. Bhattacharyya S., Hodler R. Do Natural Resource Revenues Hinder Financial Development? The Role of Political Institutions. *World Development*, 2014, vol. 57, pp. 101-113. DOI:10.1016/j.worlddev.2013.12.003.
9. Kinda T., Mlachila M., Ouedraogo R. Commodity Price Shocks and Financial Sector Fragility. *IMF Working Paper 16/12*, 2016. Available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2016/wp1612.pdf> (accessed 20.11.2017).

10. Mlachila M., Ouedraogo R. Financial Development Resource Curse in Resource-rich Countries: the Role of Commodity Price Shocks. *IMF Working paper 17/163*, 2017. Available at: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2017/07/19/Financial-Resource-Curse-in-Resource-Rich-Countries-44938> (accessed 20.11.2017).
11. Beck T., Poelhekke S. Follow the Money: Does the Financial Sector Intermediate Natural Resource Windfalls? *DNB Working Paper no. 545*, February 2017. Available at: https://www.dnb.nl/en/binaries/Working%20Paper%20No.%20545_tcm47-353012.pdf (accessed 20.11.2017).
12. Huang Y. What Determines Financial Development? *Discussion Paper 05/580*. Bristol (UK), University of Bristol, 2005. Available at: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.148.3105&rep=rep1&type=pdf> (accessed 20.11.2017).
13. Chakraborty S., Ray T. The Development and Structure of Financial Systems. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 2007, vol. 31, no. 9, pp. 2920-2956.
14. Chow W.W., Fung M.K. Financial Development and Growth: a Clustering and Causality Analysis. *The Journal of International Trade & Economic Development*, 2013, vol. 22, no. 3, pp. 430-453.
15. Essid Z., Boujelbene Y., Plihon D. *Benchmarking Financial Systems in Emerging and/or Developing Countries: Financial Development Index*. Available at: https://mpira.ub.uni-muenchen.de/56287/2/MPRA_paper_56287.pdf (accessed 20.11.2017).
16. Yuxiang K., Chen Z. Resource Abundance and Financial Development: Evidence from China. *Resources Policy*, 2011, vol. 36(1), pp. 72-79. DOI:10.1016/j.resourpol.2010.05.002.
17. Столбов М., Голошчапова И., Солнцев О., Цепилова Е., Ахметов Р., Панкова В. Сопоставление модели российского финансового сектора с моделями финансовых секторов других стран. *Банк России*, № 7, июль 2017. [Stolbov M., Goloshchapova I., Solntsev O., Tsepilova E., Akhmetov R., Pankova V. Sopostavlenie modeli rossiiskogo finansovogo sektora s modelyami finansovykh sektorov drugikh stran [Comparison of the Russian and Other Countries' Financial Sector Models]. *Bank Rossii*, № 7, iyul' 2017.] Available at: <https://www.cbr.ru/Content/Document/File/16746/02.pdf> (accessed 20.11.2017).
18. Čihák M., Demirgüç-Kunt A., Feyen E., Levine R. Benchmarking Financial Systems Around the World. *World Bank Policy Research Working Paper 6175*. Washington, World Bank, 2012, pp. 1-56.
19. Sahay R., Čihák M., N'Diaye P., Barajas A., Bi R., Ayala D., Gao Y., Kyobe A., Nguyen L., Saborowski C., Svirydzenka K., Yousefi S.R. Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets. *IMF Staff Discussion Note SD. 2015*. Available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2015/sdn1508.pdf> (accessed 20.11.2017).
20. Svirydzenka K. Introducing a New Broad-based Index of Financial Development. *IMF Working Paper WP/16/5*. Available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2016/wp1605.pdf> (accessed 20.11.2017).
21. Nili M., Rastad M. Addressing the Growth Failure of the Oil Economies: the Role of Financial Development. *Quarterly Review of Economics and Finance*, vol. 46 (5), 2007, pp. 726-740. DOI:10.1016/j.qref.2006.08.007.
22. Hattendorff C. Natural Resources, Export Concentration and Financial Development. *Economics Discussion Paper no. 2014/34*, Berlin, Frei University, 2014. Available at: http://www.diss.fu-berlin.de/docs/servlets/MCRFileNodeServlet/FUDOCs_derivate_000000004192/discpaper2014_34.pdf (accessed 20.11.2017).
23. Kaufmann D., Kraay A., Mastruzzi M. Worldwide Governance Indicators: Methodology and Analytical Issues. *World Bank Policy Research Paper*, September 2010. Available at: <http://info.worldbank.org/governance/wgi/pdf/wgi.pdf> (accessed 20.11.2017).
24. Moradbeigi M., Hook Law S. Growth Volatility and Resource Curse: Does Financial Development Dampen the Oil Shocks? *Resources Policy*. 2016, vol. 48, pp. 97-103. DOI:10.1016/j.resourpol.2016.02.009.
25. Moradbeigi M., Hook Law S. The Role of Financial Development in the Oil-growth Nexus. *Resources Policy*. 2017, vol. 53, pp. 164-172. DOI:10.1016/j.resourpol.2017.06.016.
26. Nwani C., Bassey Orie J. Economic Growth in Oil-exporting Countries: Do Stock Market and Banking Sector Development Matter? Evidence from Nigeria. *Gogent Economics and Finance*. 2016, vol. 4 (1), pp. 1-11. DOI:10.1080/23322039.2016.1153872.

RESOURCE DEPENDENCE AND FINANCIAL DEVELOPMENT
(*World Economy and International Relations*, 2018, vol. 62, no. 5. pp. 52-61)

Received 20.11.2017.

Mikhail I. STOLBOV (*stolbov_mi@mail.ru*),
Moscow State Institute of International Relations (University) of the Ministry of Foreign Affairs of the Russian Federation. 76, Vernadskogo Prosp., Moscow, 119454, Russian Federation.

Oleg G. SOLNTSEV (*OSolntsev@forecast.ru*),
Center for Macroeconomic Analysis and Short-term Forecasting (CMASF). 47, Nakhimovskii Prosp., Moscow, 117418, Russian Federation.

Irina O. GOLOSHCHAPOVA (*IGoloshchapova@forecast.ru*),
Lomonosov Moscow State University. 1, bild. 46, Leninskie Gory, Moscow, 119234, Russian Federation;
Center for Macroeconomic Analysis and Short-term Forecasting (CMASF). 47, Nakhimovskii Prosp., Moscow, 117418, Russian Federation.

Acknowledgements. The study was implemented in the framework of R&D project "Long-term guidelines of financial sector development" ordered by Bank of Russia (Agreement no. БР-Д-11/654 of 15.9.2016).

The paper empirically assesses the interaction between resource dependence and financial development. The authors base their analysis on the ordinary and partial correlations controlling for the quality of governance and GDP per capita. The correlations are computed in different frameworks: (i) for a vast sample of countries, (ii) for a sample of countries specializing in exports of mineral resources. The research also involves individual and aggregated measures of financial development. Overall, it is found out that negative correlations between resource dependence and financial development prevail. These linkages are particularly evident in the case of indicators related to the financial intermediaries, while they do not appear robust regarding the financial markets. The empirical results are consistent with the literature which confirms the fragility and lack of competition in the banking systems of resource-rich economies. On the conceptual level, the interest group theory proposed by Rajan and Zingales (2003) underpins the study's findings. According to it, major firms of the extractive sector do not exhibit much interest in promoting the nation's financial development. The point is that since they mostly rely on natural resources' rents and enjoy access to foreign capital markets, if necessary, thereby they have limited need for local credit facilities. At the same time, smaller firms in the non-tradable sectors face credit rationing. As a result, domestic financial institutions are undercapitalized and fragile. More intense political competition in such countries can partly mitigate the negative linkage between resource dependence and financial development, since it entails better legal enforcement and undermines the political influence of incumbents from the extractive sector. Also, measures aimed at promoting financial markets development as well as competition and stability in the banking system are necessary to further loosen this negative linkage.

Keywords: financial development, resource dependence, financial intermediation, correlation analysis.

About author:

Mikhail I. STOLBOV, Dr. Sci. (Econ.), Chair of Department.

Oleg G. SOLNTSEV, Cand. Sci. (Econ), Head of Banking and Monetary Policy Research.

Irina O. GOLOSHCHAPOVA, Leading Expert.

DOI: 10.20542/0131-2227-2018-62-5-52-61