

JEL: G20; G28; O16; O51

УДК 330.354; 336.025

DOI: 10.31857/S268667300016896-5

Финансовая инклюзия как фактор экономического роста в США и других развитых странах

П.А. Патрон

*Московский государственный университет имени М. В. Ломоносова,
Российская Федерация, 119991, г. Москва, Ленинские горы, дом 1, строение 46.
ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-0565-5818> e-mail: patron@econ.msu.ru*

Д.И. Пехальский

*Московский государственный университет имени М. В. Ломоносова,
Российская Федерация, 119991, г. Москва, Ленинские горы, дом 1, строение 46.
ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-5769-7326> e-mail: pehalskiy@yandex.ru*

Резюме: В статье исследуется влияние финансовой инклюзии на экономический рост в развитых странах, в первую очередь в США. Показано, что, несмотря на широкое освещение в экономической литературе и пристальное внимание властей, не существует универсального определения финансовой инклюзии. На основе анализа ряда существующих теоретических концепций формулируется авторское определение финансовой инклюзии, а также систематизируются основные методики её измерения. В работе также освещаются основные каналы, через которые увеличение финансовой инклюзии может транслироваться в экономический рост. Подробно рассматриваются современные тенденции расширения финансовой инклюзии в развитых странах, в том числе в условиях пандемии COVID-19. На примере США показано, что колоссальные объёмы антикризисного стимулирования экономики в сочетании с высокими показателями финансовой инклюзии могут оказать дестабилизирующее воздействие на макроэкономические показатели. В то же время, несмотря на благоприятные тенденции последних лет, некоторые слои населения США, в основном с низкими доходами, не имеют доступа к базовым финансовым услугам. Показано, что оптимальная экономическая политика в области финансовой инклюзии должна в первую очередь ориентироваться на специфические особенности национальной финансовой системы; выделяется несколько направлений такой политики для США.

Ключевые слова: финансовая инклюзия, экономический рост, финансовая доступность

Для цитирования: Патрон П.А., Пехальский Д.И. Финансовая инклюзия как фактор экономического роста в США и других развитых странах. *США & Канада: экономика, политика, культура*, 2021; 51 (10): 22-42. DOI: 10.31857/S268667300016896-5

Financial Inclusion as a Factor of Economic Growth in the United States and Other Developed Countries

Petr A. Patron

Lomonosov Moscow State University

GSP-1, 1 Leninskiye Gory, Moscow, 119991, Russian Federation
ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-0565-5818> e-mail: patron@econ.msu.ru

Denis I. Pekhalskii

Lomonosov Moscow State University

GSP-1, 1 Leninskiye Gory, Moscow, 119991, Russian Federation
ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-5769-7326> e-mail: pehalskiy@yandex.ru

Abstract: The article examines the impact of financial inclusion on economic growth in developed countries, especially in the United States. It is shown that, despite extensive coverage in the economic literature and close attention of the authorities, there is no universal definition of financial inclusion. Based on the analysis of a number of existing theoretical concepts, we formulate our own definition of financial inclusion and systematize the main methods of its measurement. The paper also highlights the main channels through which increased financial inclusion can be translated into economic growth. Current trends in the expansion of financial inclusion in developed countries, including the context of the COVID-19 pandemic, are discussed in detail. Using the example of the United States, it is shown that colossal volumes of anti-crisis stimulation of the economy, combined with high rates of financial inclusion, can have a destabilizing effect on macroeconomic indices. At the same time, despite favorable trends in recent years, a number of strata of American citizens, mostly with low-income levels, do not have access to the basic financial services. It is shown that the optimal economic policy in the field of financial inclusion should primarily be guided by the specific features of the national financial system; we formulate several directions of such policy for the United States.

Key words: financial inclusion, economic growth, financial accessibility

For citation: Patron P.A., Pekhalskii D.I. Financial inclusion as a factor of economic growth in the United States and other developed countries. *USA & Canada: economics, politics, culture*. 2021; 51(10): 22-42 (*In Russ.*). DOI: 10.31857/S268667300016896-5

ВВЕДЕНИЕ

В последние годы отмечается стремительный рост различных показателей финансового сектора экономики. К примеру, относительный показатель капитализации фондового рынка в среднем по миру вырос с 30% ВВП в 1980 г. практически до 80% в 2018 г., причём в США и других развитых странах рост ещё более значительный [29]. Объёмы кредитования, активы банковского сектора, балансы центральных банков — все эти показатели демонстрируют кратный рост в силу тех или иных причин, и последствия этого роста ставят перед экономистами целый ряд вопросов. Наибольший интерес представляют те вопросы, которые затрагивают взаимосвязь финансового и реального секторов экономики, поскольку история знает немало примеров, когда кризисные явления в одном из них транслировались в другой и приводили к крайне неблагоприятным последствиям.

Влияние финансов на реальный сектор, в частности экономический рост, исследуется уже давно. На ранних этапах высказывались теоретические соображения относительно характера взаимосвязи этих частей экономики, причём были мнения как о том, что финансы являются движущей силой экономического роста [Schumpeter J., 2017], так и противоположные [Robinson J., 1979]. В 1990-х про-

изошёл методологический прорыв: на фоне улучшения собираемости статистических данных и совершенствования эконометрического аппарата появляется довольно много работ, в которых характер взаимосвязи финансов и экономического роста устанавливается эмпирически. Подавляющее большинство научных статей утверждает, что именно показатели финансового сектора значимо и положительно влияют на экономический рост (см., например, [Beck T., Levine R., Loayza N., 2000], [King R., Levine R., 1993], [Levine R., Zervos S., 1998]). Особенностью данных исследований является то, что в качестве переменных, отражающих развитие финансового сектора, использовались показатели финансовой глубины (отношение кредитов, депозитов, страховых премий, капитализации фондового рынка и др. к ВВП).

Осмысление уроков мирового экономического кризиса 2008 года, или «Великой рецессии», отчасти обусловило изменение подхода к анализу и идентификации финансового развития. Появляются исследования, доказывающие, что показатели финансовой глубины влияют на экономический рост немонотонно: существует предел, после которого благоприятное влияние сменяется неблагоприятным [6], [Arcand J.L., Berkes E., Panizza U., 2015]. Также большое внимание уделяется альтернативным показателям финансового развития, одним из которых является финансовая инклюзия (*financial inclusion*).

Финансовая инклюзия занимает важнейшее место в современной экономической повестке различных международных организаций. ООН рассматривает её в качестве ключевого инструмента по достижению 7 из 15 Целей устойчивого развития [26]. Всемирный банк отводит финансовой инклюзии одну из главных ролей в борьбе с бедностью и неравенством [27]. Со стороны властей различных стран, в том числе и США, ведётся активная работа в области международного сотрудничества по вопросам увеличения финансовой инклюзии: об этом свидетельствует создание международного Альянса за финансовую доступность (*Alliance for Financial Inclusion*, AFI), членами которого являются 88 стран, а также Глобального партнёрства за финансовую доступность Группы двадцати (*Global Partnership for Financial Inclusion G20, GFPI*), в работе которого могут участвовать страны Группы двадцати, а также любые другие государства, заинтересованные в повышении финансовой инклюзии.

Пандемия COVID-19 в 2020 г. и сопутствовавший ей кризис стали катализаторами анализа вопросов, связанных с влиянием финансовой инклюзии на экономический рост. Низкие процентные ставки наряду с колоссальными объёмами антикризисного стимулирования привели к массивному притоку ликвидности на фондовом рынке, причём наиболее ярко данная тенденция прослеживается именно в развитых странах, особенно в США. Поэтому представляется важным сконцентрировать внимание именно на США и развитых странах: проанализировать современные тенденции развития финансовой инклюзии, а также рассмотреть её влияние на экономический рост.

ФИНАНСОВАЯ ИНКЛЮЗИЯ: ОПРЕДЕЛЕНИЕ И ИЗМЕРЕНИЕ

Для того чтобы понять роль финансовой инклюзии в современной экономической системе, необходимо сначала дать определение самому понятию «финансовая инклюзия». На первый взгляд может показаться, что данная задача вполне тривиальна, но это не совсем так. Несмотря на внушительный массив исследований, посвящённых финансовой инклюзии, на текущий момент не существует её общепринятого определения.

В статьях 1990-х годов редко можно встретить словосочетание «финансовая инклюзия», поскольку в основном речь шла о её противоположности – финансовой эксклюзии (*financial exclusion*), которая была результатом социальной поляризации общества. К примеру, в известной работе А. Лейшона и Н. Трифта говорится, что финансовая эксклюзия складывается вследствие исключения определённых социальных групп населения из финансовой системы [Leyshon A., Thrift N., 1995]. Авторы отмечают, что причины исключения могут быть разными и меняться со временем, но общая закономерность такова, что финансовая система, как правило, в большей степени ориентирована на обеспеченных людей, в то время как малообеспеченные подвергаются дискриминации. Сходное определение приводит М. Соло под финансовой эксклюзией она понимает ситуацию, при которой доступ малообеспеченных групп граждан к различным финансовым услугам (депозитам, сберегательным счетам, платёжным системам и кредиту) оказывается затруднён [Solo T. M., 2008]. Социальный подтекст также прослеживается в дефиниции, предложенной С. Карбó и соавторами: финансовая эксклюзия представляет собой феномен, возникающий вследствие того, что некоторые группы населения не имеют доступа к финансовой системе [Carbó S., Gardener E.P.M., Molyneux P., 2005].

Немного другой подход применяет С. Синклер: автор избегает социально-политической коннотации и указывает на конкретные факторы, влияющие на финансовую эксклюзию, под которой понимается невозможность доступа к финансовым услугам в надлежащей форме. Среди этих факторов выделяются следующие: неготовность финансовых институтов обслуживать малообеспеченных граждан, неразумные условия договоров, ценовые барьеры или намеренное игнорирование финансовых услуг вследствие недоверия к финансовой системе [22]. Такой подход кажется более приемлемым, поскольку социальная составляющая, несомненно, важна, но она не является единственным фактором, влияющим на финансовую эксклюзию (инклюзию). Ещё одной особенностью вышеприведённых определений является то, что в них финансовая инклюзия отождествляется с доступом к финансовым услугам, хотя в действительности это не совсем одно и то же. Другими словами, авторы смотрят только на сторону предложения финансовых услуг, игнорируя спрос, хотя только их совпадение способно создать уравновешенную инклюзивную финансовую систему. Более предметный подход к определению финансовой инклюзии реализуется в ряде других работ.

У М. Сармы финансовая инклюзия рассматривается как многомерное понятие. Автор выделяет несколько параметров, при которых финансовая система

может называться инклюзивной: наличие, доступность и интенсивность использования финансовых услуг [21]. В исследовании Р. Сахай и соавторов выделяются такие измерения финансовой инклюзии, как доступ и использование: финансовая система является инклюзивной, если домашние хозяйства и фирмы имеют доступ к финансовым услугам и используют их [20].

Несмотря на то что подход к формулировке определения финансовой инклюзии, предполагающий выделение определённых факторов, является крайне популярным в данный момент, он не позволяет получить универсальное толкование. Главная проблема заключается в том, что каждый автор по-своему интерпретирует финансовую инклюзию и, соответственно, комбинации факторов различаются от исследования к исследованию, что порой затрудняет валидацию полученных выводов и эконометрических оценок. Монетарные власти различных стран также далеки от консенсуса относительно набора факторов, определяющих инклюзивную финансовую систему. Согласно опросу, проведённому специалистами Банка международных расчётов (*Bank for International Settlements, BIS*), среди представителей центральных банков и других монетарных властей 47 стран мира, наиболее популярными факторами, использующимися при определении финансовой инклюзии, стали: доступность (100%), эффективное использование (100%), качество (90%) и само наличие (90%) финансовых услуг. Менее упоминаемыми являются: спрос на финансовые услуги, финансовая грамотность, финансирование малого и среднего бизнеса и финансовая инфраструктура [12]. С одной стороны, такая ситуация вполне закономерна, поскольку финансовая система каждой страны уникальна. С другой стороны, дисперсность определений серьёзно затрудняет межстрановые сопоставления, базирующиеся на материалах национальных монетарных властей.

Дополнительную ясность в трактовку понятия финансовой инклюзии вносит Всемирный банк (*World Bank*). Так, согласно одному из определений, под финансовой инклюзией понимается доля экономических субъектов (фирм, индивидов), которые пользуются инструментами финансовой системы [27]. При этом справедливо отмечается, что доступность финансовых услуг и финансовая инклюзия — это не всегда синонимы, поскольку нельзя игнорировать тот факт, что определённые экономические агенты, несмотря на наличие полного доступа к финансовым услугам, в силу тех или иных причин не используют их. Если речь идёт о сознательном неиспользовании инструментов финансовой системы по религиозным, моральным или личным причинам, в таком случае можно говорить о добровольном исключении из финансовой системы. Недобровольное исключение возникает, если экономические агенты предъявляют спрос на финансовые услуги, но он не может быть удовлетворён вследствие их дороговизны, географической удалённости, чрезмерной бюрократизации и/или других причин. Не стоит также забывать о дискриминации потенциальных пользователей финансовых услуг по каким-либо признакам, хотя это относится в большей степени к развивающимся странам [8].

Более позднее определение, сформулированное Всемирным банком, гласит, что финансовая инклюзия — это ситуация, при которой физические и юриди-

ческие лица могут воспользоваться полезными и экономически доступными финансовыми продуктами и услугами, предоставляемыми ответственным и устойчивым образом [28]. Несмотря на формальную корректность этого определения, его практическая применимость стремится к нулю, поскольку не заданы чёткие критерии, по которым определяется ответственность и устойчивость предоставляемых услуг.

Таким образом, существует много определений финансовой инклюзии, и научное сообщество далеко от достижения консенсуса в данном вопросе. В наиболее общем виде под финансовой инклюзией стоит понимать вовлечение различных экономических агентов в финансовую систему. На это вовлечение в свою очередь влияет множество факторов, которые можно рассматривать со стороны предложения финансовых услуг и спроса на них. Факторы спроса исходят от самих экономических агентов, среди них обычно выделяются следующие [7], [Allen F., Demirgüç-Kunt A., Klapper L., Martinez Peria M.S., 2016], [Klapper L., Lusardi A., Panos G.A., 2013]:

1. пол, возраст, семейное положение, уровень образования;
2. вероисповедание и убеждения;
3. место проживания;
4. уровень дохода, вид занятости;
5. и многие другие, зачастую ненаблюдаемые.

К факторам предложения финансовых услуг, которые исходят от поставщиков таких услуг и опосредованно от государства, контролирующего деятельность подобных организаций, можно отнести следующие:

1. развитость финансовой инфраструктуры (количество банковских отделений, банкоматов и т.д.);
2. регуляторные барьеры;
3. макропруденциальное регулирование;
4. технологические инновации (финтех – *fintech*, мобильный банкинг).

Для достижения высокого уровня финансовой инклюзии важно именно пересечение спроса и предложения — только так происходит вовлечение экономических агентов в финансовую систему. Но зачастую исследователи (особенно в работах с эмпирической составляющей) вынуждены прибегать к упрощению и рассматривать факторы предложения финансовых услуг в качестве прокси-переменных финансовой инклюзии. Такая ситуация складывается вследствие того, что данных по финансовой инклюзии не так много, а некоторые теоретические концепции и вовсе не квантифицируемы.

Измерение финансовой инклюзии — вопрос столь же сложный и неоднозначный, как и её определение. Существующие международные базы данных можно подразделить на два вида: отражающие сведения о предложении финансовых услуг и спросе на них. К первому виду можно отнести «Исследование доступа к финансам» (*Financial Access Survey, FAS*) Международного валютного фонда (*International Monetary Fund*); «Глобальное исследование внедрения мобильных финансовых услуг» (*Global Adoption Survey for Mobile Financial Services*) Всемирной ассоциации систем мобильной связи (*Global System for Mobile Communications Association*);

«Глобальное исследование платёжных систем» (*Global Payment Systems Survey, GPSS*) Всемирного банка и др. Ко второму виду относятся «Глобал Финдекс» (*Global Findex*) и «Опросы предприятий» (*Enterprise Surveys*) Всемирного банка; «ФинСкоуп» (*FinScope*); «ФинАкセス» (*FinAccess*); «Исследование финансовых институтов» (*Financial Institution Tracker Survey, FITS*) и др. Дополнительные сведения о перечисленных базах данных приведены ниже (см. рис. 1).

Рисунок 1

Классификация баз данных, содержащих сведения о финансовой инклюзии



Составлено авторами на основе статьи М. Эспиноса-Вега и др. [10].

На первый взгляд может показаться, что источников данных довольно много и проблем быть не должно. Однако данные со стороны спроса на финансовые услуги публикуются крайне нерегулярно вследствие того, что их сбор сопряжён со значительными денежными и временными издержками, возникающими в ходе взаимодействия с различными экономическими агентами. К примеру, основная база данных *Findex* обновляется лишь один раз в три года и существует с 2011 г. При этом преимущество подобных баз данных заключается в том, что они позволяют понять причины, которые приводят к исключению из финансовой системы. Данные со стороны предложения финансовых услуг публикуются более регулярно, поскольку в большинстве своём собираются национальными монетарными властями и агрегируются на страновом уровне. Основная база данных «Исследование доступа к финансам» (*Financial Access Survey*) обновляется ежегодно и существует с 2004 года.

Также очень популярным в настоящий момент является построение различных индексов, включающих данные как со стороны спроса на финансовые услуги, так и со стороны их предложения. Подобный подход реализуется во многих исследованиях (см., например, [1], [5], [Gupte R., Venkataramani B., Gupta D., 2012], [Honohan P., 2008]). Очевидным преимуществом данной методики является то, что она позволяет учесть сразу несколько измерений финансовой инклюзии. К недостаткам можно отнести то, что проинтерпретировать полученные в ходе анализа данных результаты весьма затруднительно, равно как и учесть страновую специфику, поскольку один индекс может хорошо описывать ситуацию в определённой стране и быть не совсем релевантным для другой.

Подводя итог вышесказанному, можно отметить, что финансовая инклюзия, несмотря на широкое освещение в современной экономической литературе и пристальное внимание со стороны монетарных и немонетарных властей различных стран, остаётся неоднозначным понятием. При формулировке его определения важно соблюсти баланс между содержательной точностью и практической пригодностью, поскольку одно без другого сильно ограничивает сферу его применения. В самом общем виде под финансовой инклюзией следует понимать вовлечение различных экономических агентов в финансовую систему. На это вовлечение могут воздействовать факторы со стороны спроса на финансовые услуги и со стороны предложения финансовых услуг. Источники данных о финансовой инклюзии также можно подразделить на те, которые отражают сведения о стороне спроса на финансовые услуги и стороне их предложения. Не менее интересным является вопрос каналов, по которым финансовая инклюзия может транслироваться в экономический рост.

КАНАЛЫ ВЛИЯНИЯ ФИНАНСОВОЙ ИНКЛЮЗИИ НА ЭКОНОМИЧЕСКИЙ РОСТ

В новой работе Э. Дабла-Норрис с соавторами разрабатывают модель общего равновесия, описывающую каналы влияния финансовой инклюзии на экономический рост [Dabla-Norris E., Ji Y., Townsend R.M., Filiz Unsal D., 2021]. В модель вводятся три переменные, характеризующие силы трения финансовой системы (*financial frictions*):

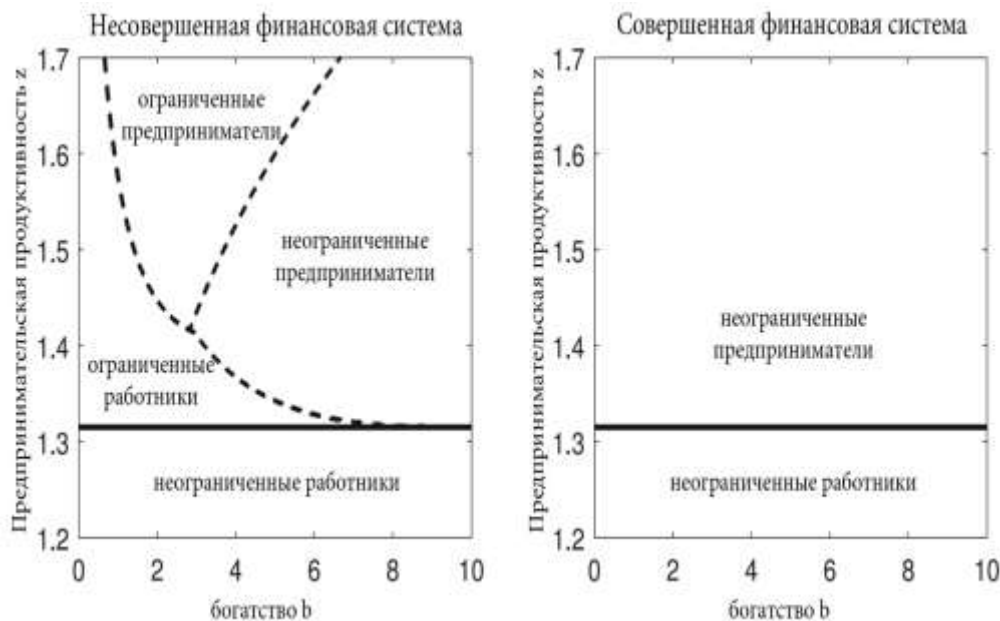
1. ψ – издержки получения кредита (один из критериев финансовой инклюзии);
2. ξ – показатель жесткости ограничения заимствования;
3. χ – показатель эффективности финансовых посредников.

Идея авторов состоит в том, чтобы показать, что влияет на выбор индивидов между работой по найму и предпринимательской деятельностью. Базовая предпосылка модели заключается в том, что каждый индивид обладает каким-то богатством b и уровнем предпринимательской продуктивности z . В условиях несовершенной финансовой системы с ненулевой силой трения, на решение индивида о выборе профессии влияет как его предпринимательская продук-

тивность, так и уровень богатства. В результате возникают случаи, когда определённые индивиды, классифицируемые в статье как ограниченные работники и ограниченные предприниматели, в силу своего невысокого уровня богатства вынуждены работать по найму или вести бизнес не на полную мощность, несмотря на то что их уровень предпринимательской продуктивности довольно высок. В условиях же совершенной финансовой системы ($\psi = \chi = \xi = 0$) на решение индивида об открытии своего бизнеса влияет лишь его предпринимательская продуктивность (рис. 2). Это эквивалентно тому, что любой индивид, обладающий талантом к предпринимательству, при желании может стать неограниченным предпринимателем, бизнес которого будет функционировать без вынужденного ограничения масштабов, с предельной прибылью на капитал, равной предельным издержкам. В свою очередь, индивиды, не обладающие высоким уровнем предпринимательской продуктивности, в условиях как совершенной, так и несовершенной финансовой системы могут стать наёмными работниками (неограниченные работники на рис. 2).

Рисунок 2

Выбор индивидов в условиях совершенной и несовершенной финансовой системы



на графике слева $\psi = 0,05$; $\chi = 0,05$; $\xi = 0,5$.

Составлено авторами по [Dabla-Norris E., Ji Y., Townsend R. M., Filiz Unsal D., 2021].

Авторы строго математически обосновывают, что снижение сил трения финансовой системы (среди прочего увеличение финансовой инклюзии) способ-

ствует увеличению числа предпринимателей и выпуска продукции уже существующих предприятий, что в итоге ведет к экономическому росту. Несмотря на то, что калибровка модели реализуется на примере развивающихся стран, выводы, полученные авторами, могут быть справедливы как для США, так и развитых стран в целом. Данная модель согласуется с соображениями Й. Шумпетера, который видел в предпринимателях движущую силу экономического роста, а банки, обеспечивающие их средствами, называл феноменом развития [Schumpeter J., 2017].

При этом издержки получения дополнительных средств могут быть уменьшены не только путём упрощения сопутствующих бюрократических процедур, снижения комиссий и улучшения финансовой инфраструктуры, но и за счет появления кардинально новых механизмов взаимодействия заемщиков и кредиторов. В настоящее время большую популярность набирают различные краудфандинговые (*crowdfunding*), краудинвестиционные (*crowdinvesting*) и краудлендинговые (*crowdlending*) платформы, позволяющие в режиме онлайн связать предпринимателей и потенциальных инвесторов. Конечно, подобного рода нововведения таят в себе значительные риски, и, осознавая это, правительства различных стран (в основном развитых) берут их на особый контроль. Специальное законодательство для таких платформ существует в США, Канаде, Испании, Франции, Великобритании, Португалии и других странах [25] [Кузнецов В.А., 2017].

Однако, несмотря на то что в ряде работ именно инклюзия фирм названа главной движущей силой экономического роста [15], существенную роль могут играть и домашние хозяйства. При этом трансмиссионные механизмы могут быть самыми различными: рост располагаемых доходов вследствие более выгодного вложения сбережений; увеличение человеческого капитала и производительности труда вследствие более доступных образовательных кредитов; более продуктивное использование времени вследствие улучшения финансовой инфраструктуры и автоматизации бюрократических процедур и др. Упрощённая схема влияния финансовой инклюзии на экономический рост приведена ниже (см. рис. 3).

Таким образом, существует несколько каналов, через которые финансовая инклюзия может транслироваться в экономический рост. При этом возможен синергетический эффект: к примеру, увеличение доступности и привлекательности различных инвестиционных и банковских продуктов, сопровождающееся притоком сбережений населения, может значительно упрощать предпринимателям доступ к дополнительной ликвидности, позволяя более эффективно реализовывать перспективные проекты или модернизировать существующие. В таком случае можно говорить о том, что финансовая инклюзия является ключевым инструментом, помогающим финансовой системе выполнять одну из важнейших своих функций: перераспределять ресурсы от тех экономических агентов, у кого они в избытке к тем, у кого отмечается их недостаток. Но является ли это панацеей, способной запустить экономический рост там, где финансовая система и так хорошо справляется со своими функциями? В данном случае крайне дискуссионным и неоднозначным представляется вопрос развития финансовой

инклюзии в развитых странах, особенно в период пандемии COVID-19, который будет рассмотрен далее.

Рисунок 3

Каналы влияния финансовой инклюзии на экономический рост



Составлено авторами по [9], [Sethi D., Acharya D., 2018].

РАЗВИТИЕ ФИНАНСОВОЙ ИНКЛЮЗИИ В РАЗВИТЫХ СТРАНАХ

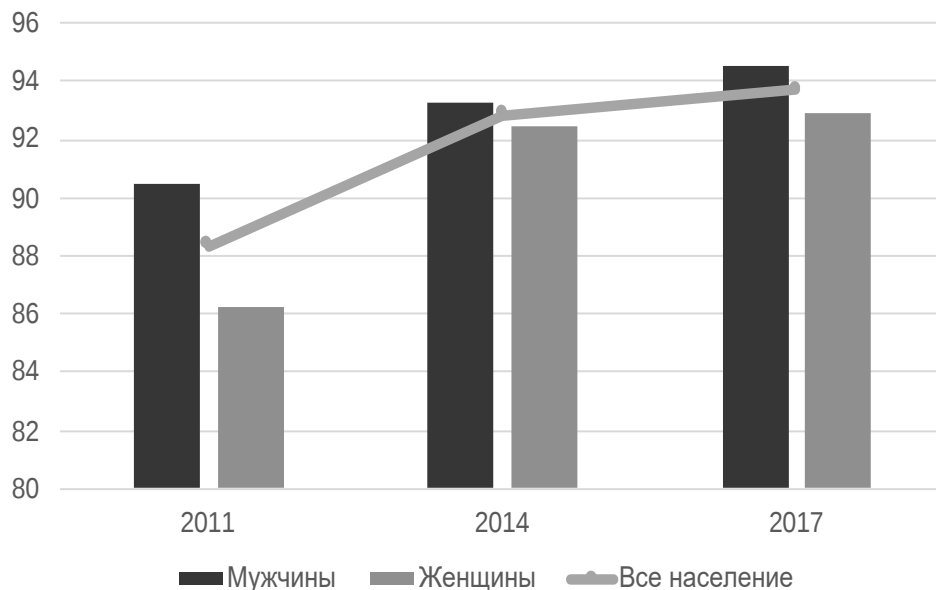
В современной экономической литературе, посвящённой финансовой инклюзии, развитым странам уделяется существенно меньше внимания, нежели развивающимся. Отчасти подобное положение дел вполне логично, поскольку в развитых странах финансовая инклюзия находится на очень высоком уровне, далее поднимать который зачастую не только нецелесообразно, но и невозможно. Чтобы убедиться в этом, достаточно посмотреть на долю граждан, имеющих счет в каком-либо финансовом учреждении или сервисе (см. рис. 4).

Как видно из графика, в развитых странах эта доля стабильно растёт: с 88% в 2011 г. до 94% в 2017 г. Очень важно также отметить то, что гендерный разрыв в доступе к счетам практически отсутствует: женщины почти так же часто, как и мужчины, открывают счета в каком-либо финансовом учреждении (разница

между долей мужчин и женщин в 2011 г. составлял 4 п.п.; в 2014 г. – менее 1; в 2017 г. – 1,6). Полноценное участие женщин в экономических отношениях благоприятно сказывается на макродинамике: способствует экономическому росту, диверсифицирует экономику и смягчает неравенство доходов [14; 16].

Рисунок 4

Доля граждан, имеющих счёт в каком-либо финансовом учреждении или сервисе, развитые страны (% граждан старше 15 лет)



Источник: составлено авторами по данным Всемирного банка (URL: <https://globalfindex.worldbank.org>)

Важными факторами спроса на финансовые услуги, как это было показано ранее, являются уровни образования и доходов, что справедливо и для развитых стран. В исследовании М. Ампудия и М. Эрманна показывается, что наиболее вероятными причинами исключения из финансовой системы в США и странах еврозоны являются низкие доходы, отсутствие работы и низкий уровень образования [2]. При этом количественная оценка чистого богатства (все активы за вычетом всех обязательств) домохозяйств, имеющих счета, на 74 тыс. евро в еврозоне и 42 тыс. долл. в США превышает аналогичный показатель для домохозяйств без счетов. Авторы отмечают, что одной из причин сложившейся ситуации может быть то, что домохозяйства с открытыми банковскими счетами имеют больше возможностей для аккумулирования активов. Однако в данном случае, кажется, можно говорить о наличии двусторонней причинно-следственной связи между богатством и спросом на финансовые услуги. С одной стороны, открытый банковский счёт действительно позволяет нарастить активы посредством, например, выгодного вложения средств или приобретения имущества в ипотеку. С другой стороны, домохозяйства с высоким уровнем богатства, как правило, чаще прибегают

к услугам различных финансовых организаций для того, чтобы его сохранить или приумножить. Проиллюстрировать данные соображения можно с помощью статистики ФРС США. Согласно ей, в ходе пандемийного 2020 года больше всего нарастить своё благосостояние удалось именно тем домохозяйствам, которые обладали какими-либо активами, причём наилучшую динамику продемонстрировали недвижимость, акции и пенсионные счета [23].

Пандемия COVID-19 внесла серьёзные коррективы во многие экономические процессы, и финансовые взаимоотношения не стали исключением. Одной из главных современных тенденций в сфере финансовых услуг является их цифровизация, включая их перевод в онлайн. Не секрет, что в развитых странах, несмотря на растущую конкуренцию со стороны финтех-компаний, ведущими поставщиками подобных услуг остаются банки. В новейшем исследовании Э. Лиу подчёркивается, что преобладание банков в развитых странах обусловлено укоренившимися привычками населения к более традиционным способам расчёта, например, кредитными или дебетовыми картами [17]. При этом благоприятная институциональная среда, способствующая появлению различных инноваций, не перевешивает поведенческий аспект, что сдерживает цифровизацию и ставит под вопрос дальнейшую устойчивость к различным катаклизмам. Нельзя также забывать о старении населения развитых стран, которое в последние годы заметно ускорилось, – это также ограничивает распространение различных нововведений. Безусловно, цифровизация таит в себе значительные риски, такие как киберпреступность и технические сбои [3], но в то же время позволяет диверсифицировать способы получения финансовых услуг, что благоприятно сказывается на общественном благосостоянии и здоровье населения в случае глобальной пандемии.

Ещё одним важным результатом глобального экономического кризиса, вызванного COVID-19, а вернее, борьбой с ним, являются беспрецедентные объёмы антикризисной поддержки, осуществлённой правительствами различных стран, в первую очередь развитых. Во многих из них размеры фискального стимулирования, предполагающего в том числе безвозвратные денежные выплаты различным экономическим агентам, превышают 15% ВВП, и безусловным лидером выступают США, где на дополнительные расходы и выпадающие доходы приходится 25,5%, а на государственные гарантии – 2,5% ВВП (см. рис. 5).

Разумеется, подобная реакция властей позволила минимизировать негативное воздействие кризисных явлений на экономику, но в то же время породила новые риски. Как было отмечено выше, финансовая инклюзия в развитых странах находится на весьма высоком уровне, а население тесно взаимодействует с финансовой системой. В результате наложения этого факта на рекордные влияния ликвидности в экономику складывается взрывоопасная ситуация: фондовый и другие рынки переполняются «вертолётными» деньгами, что способствует возникновению различных пузырей и росту волатильности.

В дополнение к этому люди не знали, чем себя занять во время локдаунов и других ограничений, что и побудило наиболее авантюрных из них совершать рискованные действия на бирже. К примеру, в США широкую общественную

огласку получил инцидент с акциями компании «ГеймСтоп» (*GameStop*), курс которых за короткий промежуток времени вырос более чем в 20 раз в результате скоординированного поведения большого количества мелких инвесторов. Инвесторы согласовывали свои действия на сайте «Реддит» (*Reddit*), в частности на форумах «р/уоллстритбетс» (*r/wallstreetbets*) и «р/суперстонк» (*r/superstonk*), и убеждали участников форума покупать акции «ГеймСтоп» для того, чтобы уменьшить количество акций, свободно обращающихся на рынке (так называемое «свободное плавание» – *freefloat*). Это было нужно, чтобы затруднить закрытие существовавших на тот момент коротких позиций институциональных инвесторов. В результате цена акций оказалась намного выше любых фундаментальных оценок, крупные институциональные инвесторы, державшие шорт-позиции, вынуждены были их закрыть и понесли значительные убытки.

Рисунок 5

Относительные размеры стимулирования экономик развитых стран с начала пандемии по январь 2021 г., % ВВП



Составлено авторами по данным МВФ (URL: <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Fiscal-Policies-Database-in-Response-to-COVID-19>)

Стоит подчеркнуть, что подобное поведение частных инвесторов на рынке США стало возможным именно из-за развития финансовой инклюзии, в частности из-за снижения комиссий брокеров и транзакционных издержек входа на финансовые рынки. Финтех-компании, такие как «Робингуд» (*Robinhood*), революционизировали торговлю финансовыми инструментами. Их бизнес-модель строится

не на классических брокерских комиссиях, которые платит сам клиент, а на комиссиях и компенсациях от других финансовых посредников, которые «Робингуд» получает за осуществление сделок через них. Сам «Робингуд» называет эти платежи «скидками от маркетмейкеров и торговых площадок» [19]. Помимо этого, «Робингуд» извлекает доходы из выдачи контрагентам кредитов акциями, из использования свободных средств на счетах клиентов и из маржинальной торговли.

Безусловно, ситуация с «ГеймСтоп» не осталась без внимания регулирующих органов, которые директивно приостановили на несколько дней торги акциями и инициировали разбирательства на предмет манипулирования рынком. Данный прецедент не является единственным: не так давно судьбу акций «ГеймСтоп» повторили акции переживающей не лучшие времена сети кинотеатров АМС, выросшие с начала года более чем на 3000%.

Исследование Бредли и др. проливает свет на то, что торговая активность в отношении акций «ГеймСтоп» значительно возросла после специфических аналитических постов (*due-diligence posts*) [4]. Предполагается, что данные посты писали более опытные инвесторы (авторы называют их «непрофессиональными аналитиками из социальных медиа»). Именно вследствие этих постов усиливались стадные настроения участников рынка, и индивидуальные инвесторы принимали решения, подчиняясь доминирующему мнению. Следуя за большинством, инвестор начинает чувствовать себя более уверенно, так как неосознанно перекладывает ответственность за часть риска с себя на группу. Также интересна связь финансовой грамотности как одного из компонентов финансовой инклюзии и феномена «ГеймСтоп». В работе Тони Кляйна выявлена двусторонняя взаимосвязь между запросами информации о специфических финансовых терминах и рыночных механизмах, таких как короткие продажи, опционы пут и колл, шорт-сквиз, и распространением новостей о динамике акций *GameStop* [Klein T., 2021]. Таким образом, с одной стороны, именно финансовая инклюзия и высокий уровень финансовой грамотности сделали возможным сам феномен *GameStop*, а с другой стороны, новости о «ГеймСтоп» создали значительный запрос на самообразование и повышение финансовой грамотности среди индивидуальных инвесторов.

По всей видимости, манипулирование рынком, ранее доступное только крупным игрокам и инсайдерам, становится новой нормой и среди частных инвесторов. В результате сложившейся ситуацией заинтересовалась Комиссия по ценным бумагам и биржам США (*The United States Securities and Exchange Commission, SEC*), которая поставила акции, пользующиеся нестандартным интересом у розничных инвесторов, на особый контроль. Очевидно, что геймификация фондового рынка не сулит ничего хорошего как розничным инвесторам, так и институциональным, поскольку привносит значительную неопределённость и вынуждает регуляторов принимать рестриктивные меры, которые могут деформировать естественные процессы, протекающие не только на фондовом рынке, но и во всей рыночной системе. Среди возможных механизмов сдерживания авантюризма неквалифицированных инвесторов обсуждается в том числе и запрет брокерам устанавливать нулевую комиссию при торговле ценными бумагами [24]. Подобная мера является ударом не только по «нечестным» инвесторам, но и по обычным, которые не пре-

следуют никаких авантюрных, а тем более незаконных, интересов. Однако отмена нулевых комиссий кажется меньшим злом по сравнению с повышенной волатильностью фондового рынка, которая негативно отражается на многих макропоказателях, в том числе и на экономическом росте.

Идея компромисса (*trade-off*) между финансовой инклюзией и макроэкономической стабильностью прочно закрепилась в современной экономической литературе. Существуют свидетельства как в пользу благоприятного воздействия инклюзии на стабильность [Allen F., Demirgüç-Kunt A., Klapper L., Martinez Peria M.S., 2016], [Han R., Melecky M., 2017], так и в пользу негативного [18], [Morgan P.J., Zhang Y., 2017]. Хотя выводы относительно характера взаимосвязи этих переменных могут сильно различаться в зависимости от рассматриваемой страны и анализируемого периода времени, не вызывает сомнения то, что этот аспект должен учитываться регулируемыми органами. При этом оптимальная экономическая политика в первую очередь должна опираться на специфические особенности конкретной экономической системы. К примеру, в работе М. Чихака и соавторов выделяются факторы финансовой инклюзии домохозяйств, которые могут оказывать расшатывающее воздействие на макроэкономическую стабильность: фискальная свобода, свобода инвестиций и либерализация финансового сектора [Čihák M., Mare D.S., Melecky M., 2020]. Именно эти факторы присущи США и многим развитым экономикам, что говорит об актуальности подобного регулирования со стороны властей.

Высокий уровень финансовой инклюзии в развитых странах, помимо очевидных выгод, таких как рост выпуска и занятости, повышение уровня жизни и снижение бедности, влечёт и определённые риски. Трансформация традиционно консервативного в развитых странах финансового сектора, происходящая на волне цифровизации, делает многие финансовые услуги более дешёвыми и доступными. В результате на фондовый рынок выходит большое число индивидуальных инвесторов, которые своим оппортунистическим поведением способствуют его геймификации, сближая процесс инвестирования с игрой в рулетку. При этом впрыснутая в экономику ликвидность и низкие ставки ДКП как результат борьбы с экономическим кризисом, порождённым пандемией COVID-19, усиливают шаткость положения, приводя к дальнейшему перегреву фондового рынка.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Несмотря на кажущееся благополучие, в США значительная доля домохозяйств с низкими доходами не имеет доступа к финансовым услугам или их доступ к ним очень сильно затруднён. Около 23% домохозяйств с годовым доходом ниже 15 тыс. долл., 14% афроамериканских домохозяйств и 12% латиноамериканских домохозяйств либо не имеют счёта для транзакций («не охвачены банковскими услугами»), либо используют альтернативные финансовые продукты и услуги [11]. Даже когда домохозяйства хотят владеть транзакционными счетами, препятствиями могут быть высокие комиссии за ведение счёта, значительный первоначальный депозит, отсутствие необходимой идентификации для открытия

счёта и недоверие к банковской системе в целом. Вместе с тем нельзя не отметить, что отчёт Федеральной корпорации по страхованию вкладов (FDIC) 2019 г. показал значительную положительную динамику финансовой инклюзии в США. Общая доля не охваченных банковскими услугами домохозяйств опустилась до 5,4%, что является минимальным значением за 10 лет публикаций данного отчёта.

Закон «О реинвестициях в сообщества» (*Community Reinvestment Act, CRA*) 1977 г. был разработан, чтобы компенсировать провалы рынка в финансовом секторе и улучшить доступ к финансовым услугам за счёт поощрения банков, застрахованных корпорацией, инвестировать в недостаточно обслуживаемые сообщества [13]. С этой точки зрения, закон создан для поддержки усилий банков по расширению финансовой инклюзии. Банки зарабатывают баллы для увеличения их рейтинга в категориях кредитования, инвестиций и обслуживания. Однако банки зарабатывают гораздо меньше баллов в категории услуг, где деятельность напрямую связана с финансовой инклюзией, например, открытие новых отделений или предоставление недорогих транзакционных счетов. Хотя закон поощряет инвестиции в сообщества с недостаточным уровнем обеспеченности финансовыми услугами, в настоящее время он слишком слаб, чтобы значительно повлиять на финансовую инклюзию.

Среди специфических особенностей финансовой системы США, на которые должна ориентироваться экономическая политика в области финансовой инклюзии, можно выделить следующие:

1. Необходимо улучшать продвижение доступных, безопасных и удобных банковских счетов, в том числе путём установления стандартов и поощрения финансовых учреждений к соблюдению этих стандартов в отношении своих продуктов. «Бэнк Он» (*Bank On*) — это инициатива фонда «Города за расширение финансовых возможностей» (*Cities for Financial Empowerment Fund*), который создал программу сертификации финансовых учреждений о соответствии национальным стандартам безопасных и доступных банковских счетов. Эти стандарты включают минимальные начальные депозиты в размере 25 долл. США или меньше, ежемесячную плату за обслуживание в размере не более 5-10 долл., бесплатные сберегательные счета и переводы со счетов, а также отсутствие возможности овердрафта.

2. Доступ к потребительскому кредитованию является важнейшим аспектом финансовой инклюзии. Доходы и расходы особенно непредсказуемы для многих домохозяйств с низким уровнем дохода. Такие домохозяйства испытывают трудности со своевременной оплатой счетов и накоплением средств. Следовательно, когда они сталкиваются с финансовыми потрясениями (например, крупными и неожиданными расходами и/или потерей дохода), им необходимо получить доступ к недорогим краткосрочным кредитам для покрытия краткосрочных расходов. Это особенно важно, если доступ к кредитным картам затруднён из-за плохой кредитной истории.

3. Альтернативой дорогостоящим микрозаймам до зарплаты и кредитам под залог автомобиля могут быть ссуды, доступные напрямую через работодателей. Продукты для выплаты авансового платежа позволяют сотрудникам получить доступ к своим начисленным заработкам для оплаты счетов, подлежащих оплате до дня выплаты жалования. Как уже говорилось выше, развитие финансовых технологий вносит не только деструктивный, но и значительный

позитивный вклад. Мобильные и цифровые платформы, такие как «Эпл Пэй» (*Apple Pay*), «Гугл Уоллет» (*Google Wallet*), «Страйп» (*Stripe*) и «ПэйПал» (*PayPal*), помогают проводить безналичные платежи, снижают банковские комиссии и даже помогают в учёте расходов и доходов семейного бюджета. Более глубокое проникновение данных платформ позволит предоставлять качественные финансовые услуги даже наименее обеспеченным домохозяйствам.

ИСТОЧНИКИ

1. Amidžić G., Massara A., & Mialou A. (2014). Assessing Countries' Financial Inclusion Standing – A New Composite Index. *IMF Working Paper 14/36*. Available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp1436.pdf> (accessed 01.06.2021).
2. Ampudia, M., & Ehrmann, M. (2017). Financial inclusion: what's it worth? *Working Paper Series, No. 1990*, European Central Bank. Available at: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/154423/1/ecbwp1990.pdf> (accessed 01.06.2021).
3. Baur-Yazbeck S., Frickenstein J., & Medine D. (2019). Cyber Security in Financial Sector Development: Challenges and Potential Solutions for Financial Inclusion. *CGAP Background Documents*. Available at: <https://www.findevgateway.org/paper/2019/11/cyber-security-financial-sector-development-challenges-and-potential-solutions> (accessed 01.06.2021).
4. Bradley D., Hanousek Jr. J., Jame R., & Xiao Z. (2021). Place Your Bets? The Market Consequences of Investment Advice on Reddit's Wallstreetbets. Available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3806065 (accessed 01.06.2021).
5. Camara, N., & Tuesta, D. (2014). Measuring Financial Inclusion: A Multidimensional Index. *Working Papers 1426*, BBVA Bank, Economic Research Department. Available at: http://center4affordablehousing.org/wp-content/uploads/2019/01/UPLOADED_BBVA-Paper-on-Financial-Inclusion1.pdf (accessed 01.06.2021).
6. Cecchetti, S. G., & Kharroubi, E. (2012). Reassessing the impact of finance on growth. *BIS Working Paper No. 381*, Bank for International Settlements. Available at: <https://sirc.rbi.org.in/downloads/4cecchetti.pdf> (accessed 01.06.2021).
7. Čihák, M., Sahay, R., Barajas, A., Chen, S., Fouejieu, A., & Xie, P. (2020). Finance and inequality. *Staff Discussion Notes No. 20/01*. Washington, DC: International Monetary Fund. Available at: <https://www.imf.org/en/Publications/Staff-Discussion-Notes/Issues/2020/01/16/Finance-and-Inequality-45129> (accessed 01.06.2021).
8. Demirgüç-Kunt, A., Beck, T., & Honohan, P. (2008). *Finance for All? Policies and Pitfalls in Expanding Access*. Washington, DC: World Bank. Available at: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/6905> (accessed 01.06.2021).
9. Demirgüç-Kunt, A., Klapper, L., Singer, D., Ansar, S., & Hess, J. (2018). *The Global Findex Database 2017: Measuring Financial Inclusion and the Fintech Revolution*. Washington, DC: World Bank. Available at: <https://doi.org/doi:10.1596/978-1-4648-1259-0> (accessed 01.06.2021).
10. Espinosa-Vega, M. A., Shirono, M. K., Villanova, M. H. C., Chhabra, M., Das, M. B., & Fan, M. Y. (2020). Measuring Financial Access: 10 Years of the IMF Financial Access Survey. *Departmental Papers 2020 (008)*. Washington, DC: International Monetary Fund. Available at: <https://doi.org/10.5089/9781513538853.087> (accessed 01.06.2021).
11. Federal Deposit Insurance Corporation. (2019). *How America Banks: Household Use of Banking and Financial Services*. Available at: <https://www.fdic.gov/analysis/household-survey/2019report.pdf> (accessed 01.06.2021).

12. Gadanez, B., & Tissot, B. (2016). Measures of financial inclusion - a central bank perspective. *IFC Report No 5*. Basel: Bank for International Settlements. Available at: https://www.bis.org/ifc/publ/ifc_finan_inclu.pdf (accessed 01.06.2021)
13. Getter, D. E. (2015). *The Effectiveness of the Community Reinvestment Act*. Washington, DC: Congressional Research Service. Available at: <https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/outreach-and-education/cra/reports/CRS-The-Effectiveness-of-the-Community-Reinvestment-Act.pdf> (accessed 01.06.2021)
14. Gonzales, M. C., Jain-Chandra, M. S., Kochhar, M. K., Newiak, M. M., & Zeinullayev, M. T. (2015). Catalyst for Change: Empowering Women and Tackling Income Inequality. *IMF Staff Discussion Note 15/20*. Washington, DC: International Monetary Fund. Available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2015/sdn1520.pdf> (accessed 01.06.2021)
15. Gould, D. M., & Melecky, M. (2017). *Risks and Returns: Managing Financial Trade-Offs for Inclusive Growth in Europe and Central Asia*. Washington, DC: World Bank. Available at: <https://doi.org/10.1596/978-1-4648-0967-5> (accessed 01.06.2021)
16. Kochhar, K., Jain-Chandra, S., & Newiak, M. (2017). *Women, work, and economic growth: Leveling the playing field*. Washington, DC: International Monetary Fund. Available at: <https://www.imf.org/en/Publications/Books/Issues/2017/03/17/Women-Work-and-Economic-Growth-Leveling-the-Playing-Field-43640> (accessed 01.06.2021)
17. Liu, E. X. (2021). Stay Competitive in the Digital Age: The Future of Banks. *IMF Working Paper WP/21/46*. Washington, DC: International Monetary Fund. Available at: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2021/02/19/Stay-Competitive-in-the-Digital-Age-The-Future-of-Banks-50071> (accessed 01.06.2021)
18. Mehrotra, A. N., & Yetman, J. (2014). Financial inclusion and optimal monetary policy. *BIS Working Paper No. 476*. Basel: Bank for International Settlements. Available at: <https://www.bis.org/publ/work476.htm> (accessed 01.06.2021)
19. Robinhood. (2021). *How Robinhood Makes Money*. Available at: <https://robinhood.com/us/en/support/articles/how-robinhood-makes-money/> (accessed 01.06.2021)
20. Sahay, R., Čihák, M., N'Diaye, P. M. P., Barajas, A., Mitra, S., Kyobe, A., Mooi, Y. N., & Yousefi, S. R. (2015). Financial Inclusion: Can It Meet Multiple Macroeconomic Goals? *IMF Staff Discussion Note No 15/17*. Washington, DC: International Monetary Fund. Available at: <https://doi.org/10.5089/9781513585154.006> (accessed 01.06.2021)
21. Sarma, M. (2008). Index of financial inclusion. *ICRIER Working paper No. 215*. Available at: https://www.icrier.org/pdf/Working_Paper_215.pdf (accessed 01.06.2021)
22. Sinclair, S. P. (2001). *Financial exclusion: An introductory survey*. Edinburgh: CRSIS, Heriot Watt University. Available at: <https://inlnk.ru/bKoQa> (accessed 01.06.2021)
23. The Federal Reserve. (2021). Distribution of Household Wealth in the U.S. since 1989. Available at: <https://www.federalreserve.gov/releases/z1/dataviz/dfa/distribute/chart/> (accessed 01.06.2021)
24. The Wall Street Journal. (2021). *The SEC Takes on Retail Traders*. Available at: <https://www.wsj.com/articles/the-sec-takes-on-retail-traders-11623709966> (accessed 01.06.2021)
25. U. S. Government. (2021). *Electronic Code of Federal Regulations*. Available at: https://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?SID=34b3261feed0101e23a49dd3ae21f087&mc=true&tpl=/ecfrbrowse/Title17/17cfr227_main_02.tpl (accessed 01.06.2021)

26. United Nations. (2015). *Transforming Our World: the 2030 Agenda for Sustainable Development*. Available at: <https://sdgs.un.org/2030agenda> (accessed 01.06.2021)
27. World Bank. (2014). *Global Financial Development Report 2014: Financial Inclusion*. Washington, DC: World Bank. Available at: <https://doi.org/10.1596/978-0-8213-9985-9> (accessed 01.06.2021)
28. World Bank. (2018). *Financial Inclusion*. Available at: <https://www.worldbank.org/en/topic/financialinclusion/overview> (accessed 01.06.2021)
29. World Bank. (2019). *Global Financial Development*. Available at: <https://databank.worldbank.org/reports.aspx?source=1250&series=GFDD.DM.01> (accessed 01.06.2021)

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

Кузнецов, В.А. (2017). Краудфандинг: актуальные вопросы регулирования. *Деньги и Кредит*, 1, 65–73.

REFERENCES

- Allen, F., Demirgüç-Kunt, A., Klapper, L., & Martinez Peria, M. S. (2016). The foundations of financial inclusion: Understanding ownership and use of formal accounts. *Journal of Financial Intermediation*, 27, 1–30. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2015.12.003>
- Arcand, J. L., Berkes, E., & Panizza, U. (2015). Too much finance? *Journal of Economic Growth*, 20(2), 105–148. <https://doi.org/10.1007/s10887-015-9115-2>
- Beck, T., Levine, R., & Loayza, N. (2000). Finance and the sources of growth. *Journal of Financial Economics*, 58(1), 261–300. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00072-6](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00072-6)
- Carbó S., Gardener E.P.M., Molyneux P. (2005) Financial Exclusion in Europe. In: Financial Exclusion. Palgrave Macmillan Studies in Banking and Financial Institutions. London: Palgrave Macmillan. https://doi.org/10.1057/9780230508743_6
- Čihák, M., Mare, D. S., & Melecký, M. (2020). Financial Inclusion and Stability: Review of Theoretical and Empirical Links. *The World Bank Research Observer*. <https://doi.org/10.1093/wbro/lkaa006>
- Dabla-Norris, E., Ji, Y., Townsend, R. M., & Filiz Unsal, D. (2021). Distinguishing constraints on financial inclusion and their impact on GDP, TFP, and the distribution of income. *Journal of Monetary Economics*, 117, 1–18. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2020.01.003>
- Gupte, R., Venkataramani, B., & Gupta, D. (2012). Computation of Financial Inclusion Index for India. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 37, 133–149. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2012.03.281>
- Han, R., & Melecký, M. (2017). Broader use of saving products among people can make deposit funding of the banking system more resilient. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 47, 89–102. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2016.11.005>
- Honohan, P. (2008). Cross-country variation in household access to financial services. *Journal of Banking and Finance*, 32(11), 2493–2500. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2008.05.004>
- King, R., & Levine, R. (1993). Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right. *The Quarterly Journal of Economics*, 108, 717–737. <https://doi.org/10.2307/2118406>

Klapper, L., Lusardi, A., & Panos, G. A. (2013). Financial literacy and its consequences: Evidence from Russia during the financial crisis. *Journal of Banking and Finance*, 37(10), 3904–3923. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.07.014>

Klein, T. (2021). A note on GameStop, short squeezes, and autodidactic herding: An evolution in financial literacy? *Finance Research Letters*, 102229. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102229>

Kuznecov V.A. (2017). Kraudfunding: actual'nye voprosy regulirovaniya [Crowdfunding: actual regulation issues] (In Russ.). *Russian Journal of Money & Finance*, 1, 65-73.

Levine, R., & Zervos, S. (1998). Stock Markets, Banks, and Economic Growth. *The American Economic Review*, 88(3), 537–558. <http://www.jstor.org/stable/116848>

Leyshon, A., & Thrift, N. (1995). Geographies of Financial Exclusion: Financial Abandonment in Britain and the United States. *Transactions of the Institute of British Geographers*, 20(3), 312–341. <https://doi.org/10.2307/622654>

Morgan, P. J., & Zhang, Y. (2017). Mortgage lending, banking crises, and financial stability in Asia and Europe. *Asia Europe Journal*, 15(4), 463–482. <https://doi.org/10.1007/s10308-017-0489-y>

Robinson, J. (1979). *The Generalisation of the General Theory and other Essays*. London: Palgrave Macmillan. <https://doi.org/10.1007/978-1-349-16188-1>

Schumpeter, J. (2017). *Theory of Economic Development (1st ed.)*. New York, NY: Routledge. <https://doi.org/10.4324/9781315135564>

Sethi, D., & Acharya, D. (2018). Financial inclusion and economic growth linkage: some cross-country evidence. *Journal of Financial Economic Policy*, 10(3), 369–385. <https://doi.org/10.1108/JFEP-11-2016-0073>

Solo, T. M. (2008). Financial exclusion in Latin America — or the social costs of not banking the urban poor. *Environment and Urbanization*, 20(1), 47–66. <https://doi.org/10.1177/0956247808089148>

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРАХ / INFORMATION ABOUT THE AUTHORS

Пётр Анатольевич ПАТРОН, кандидат экономических наук, доцент кафедры политической экономии Экономического факультета МГУ им. М.В. Ломоносова. Российская Федерация, 119991, Москва, ГСП-1, Ленинские горы, МГУ, д. 1.

Денис Игоревич ПЕХАЛЬСКИЙ, студент магистратуры Экономического факультета МГУ им. М.В. Ломоносова. Российская Федерация, 119991, Москва, ГСП-1, Ленинские горы, МГУ, д. 1.

Petr A. PATRON, Candidate of Science (Economics), Associate Professor, Lomonosov Moscow State University (MSU).

GSP-1, 1 Leninskiye Gory, Moscow, 119991, Russian Federation.

Denis I. PEKHALSKIY, Masters Program Student, Faculty of Economics, Lomonosov Moscow State University (MSU).

GSP-1, 1 Leninskiye Gory, Moscow, 119991, Russian Federation.

Поступила в редакцию / Received 14.07.2021.

Поступила после рецензирования / Revised 25.07.2021.

Принята к публикации / Accepted 30.07.2021.