

Ю. І. Шаповал

кандидат економічних наук, науковий співробітник відділу грошово-кредитних відносин
ДУ "Інститут економіки та прогнозування НАН України", Київ, Україна, shapoval@nas.gov.ua
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0001-9965-5522>

**ФІНАНСОВА ГЛИБИНА В КОНТЕКСТІ ВЗАЄМОЗВ'ЯЗКУ
З ЕКОНОМІЧНИМ ЗРОСТАННЯМ¹**

Анотація. Хоча фінансовий розвиток сприяє вищим темпам економічного зростання, не в усіх країнах він є продуктивним, що свідчить про необхідність пошуку шляхів якісного фінансового поглиблення економіки. На підставі узагальнення кількісного та якісного наукових підходів фінансова глибина визначається як результативна характеристика, котра відображає насиченість економіки фінансовими ресурсами, що дає змогу оцінити здатність фінансової системи ефективно мобілізувати й перерозподіляти фінансові ресурси для досягнення стійкого економічного розвитку. Серед позитивних ефектів фінансового поглиблення відзначено розширення доступу до фінансових ресурсів (збільшення обсягу та урізноманітнення фінансових інструментів), зменшення нерівномірності в розподілі доходів населення та згладжування споживання, диверсифікацію виробничих ризиків; серед негативних – погіршення стану поточного рахунку внаслідок надмірного кредитування, непродуктивне інвестування, збільшення ваги зайнятих у невиробничій сфері. Підкреслено, що фінансова глибина залежить як від характеристик фінансових ресурсів, так і від структурних, макроекономічних, політичних та інституційних чинників економічного розвитку. Тимчасом як у світі закріпилася тенденція зростання співвідношення фінансових активів, широких грошей, внутрішнього кредиту, наданого фінансовими установами, капіталізації лістингових компаній відносно ВВП, в Україні із 2014 р. спостерігається істотне зниження цих показників, що свідчить про недостатню фінансову глибину національної економіки.

Ключові слова: фінансова глибина, економічний розвиток, фінансовий сектор, фінансова система, фінансові ресурси, кредит.

Рис. 3. Літ. 30.

Yuliia Shapoval

Ph. D. (Economics), SO "Institute of the Economy and Forecasting of the National Academy of Sciences of Ukraine", Kyiv, Ukraine, shapoval@nas.gov.ua
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0001-9965-5522>

**FINANCIAL DEPTH IN THE CONTEXT OF THE RELATIONSHIP
WITH ECONOMIC GROWTH**

Abstract. The generalization of quantitative and qualitative scientific approaches to the essence of financial depth enables to define it as a resulting characteristic that demonstrates the saturation of the economy with financial resources, that allows assessing the ability of the financial system to effectively mobilize and redistribute financial resources to achieve sustainable economic development. The retrospective analysis of empirical hypotheses linking the financial depth of the economy and economic growth suggests that while some scholars focus on the importance of financial depth in economic development, others emphasize the effects of financial crises caused by rapid

¹ Статтю підготовлено в рамках НДР "Взаємозв'язок фінансової глибини та економічного зростання в Україні" (номер державної реєстрації 0121U110766).

financial deepening, in particular credit expansion. The focus of contemporary research is on the nonlinearity of the relationship between financial depth and long-term economic growth and on defining the limit of financial development, exceeding which inhibits economic growth or negatively impacts it. Among the positives of financial deepening is the expansion of access to financial resources (increase in the volume and diversification of financial instruments), reduction of income inequality and smoothing of consumption, diversification of production risks. Among the risks of financial deepening is the deterioration of the current account due to excessive lending, unproductive investment, growth in employment in non-productive sectors, limitation of the use of fiscal policy as an instrument of countercyclical policy. It is noted that formation of the financial depth of the economy depends on the characteristics of financial resources and as well in structural, macroeconomic, political and institutional factors of economic development. While the world tends to increase the ratio of financial assets, broad money, domestic credit provided by financial institutions, the capitalization of listed companies to GDP, in Ukraine since 2014 there has been a significant decrease in these indicators, which is not typical in comparison with countries with the same level of income and demonstrates the low level of financial depth of the domestic economy.

Keywords: financial depth, economic development, financial sector, financial system, financial resources, credit.

JEL classification: E44, E60, O16, O47.

Ю. И. Шаповал

кандидат экономических наук, научный сотрудник отдела денежно-кредитных отношений ГУ "Институт экономики и прогнозирования НАН Украины", Киев, Украина

ФИНАНСОВАЯ ГЛУБИНА В КОНТЕКСТЕ ВЗАИМОСВЯЗИ С ЭКОНОМИЧЕСКИМ РОСТОМ

Аннотация. Хотя финансовое развитие способствует более высоким темпам экономического роста, не во всех странах оно продуктивно, что свидетельствует о необходимости поиска путей качественного финансового углубления экономики. На основании обобщения количественного и качественного научных подходов финансовая глубина определяется как результирующая характеристика, отражающая насыщенность экономики финансовыми ресурсами, что позволяет оценить способность финансовой системы эффективно мобилизовать и перераспределять финансовые ресурсы для достижения устойчивого экономического развития. Среди положительных эффектов финансового углубления отмечено расширение доступа к финансовым ресурсам (увеличение объема и разнообразия финансовых инструментов), уменьшение неравномерности в распределении доходов населения и сглаживание потребления, диверсификация производственных рисков; среди негативных – ухудшение состояния текущего счета вследствие чрезмерного кредитования, непродуктивное инвестирование, увеличение веса занятых в непродуцственной сфере. Подчеркнуто, что финансовая глубина зависит как от характеристик финансовых ресурсов, так и от структурных, макроэкономических, политических и институциональных факторов экономического развития. В то время как в мире закрепилась тенденция возрастания соотношения финансовых активов, широких денег, внутреннего кредита, предоставленного финансовыми учреждениями, капитализации листинговых компаний относительно ВВП, в Украине с 2014 г. наблюдается значительное снижение этих показателей, что говорит о недостаточной финансовой глубине национальной экономики.

Ключевые слова: финансовая глубина, экономическое развитие, финансовый сектор, финансовая система, финансовые ресурсы, кредит.

Проблема розкриття взаємозв'язку фінансової глибини з економічним зростанням у сучасній теорії грошей залишається дискусійною, оскільки характерною ознакою післякризового відновлення є зростаюча фінансіалізація економічного розвитку. При цьому актуалізується питання продуктивного впливу активного розвитку фінансового сектору. З одного боку, ефективно діюча фінансова система сприяє економічному зростанню, й фінансові установи підтримують процеси розвитку інших секторів економіки. З другого боку, фінансіалізація негативно впливає на всі сфери економічного та соціального життя, а саме призводить до надмірного споживання і збільшення заборгованості, проблеми нерівності розподілу доходів тощо. Водночас, хоча в деяких країнах фінансовий розвиток забезпечує вищі темпи економічного зростання, в інших він є непродуктивним, що вказує на необхідність пошуку шляхів якісного фінансового поглиблення економіки.

Мета статті полягає у висвітленні особливостей сучасних теоретичних і емпіричних досліджень взаємозв'язку фінансової глибини та економічного зростання.

Підходи до визначення фінансової глибини. Формування концепції поняття фінансової глибини пов'язане з активізацією емпіричних досліджень щодо факторів досягнення економічного зростання та, як результат, взаємозв'язку економічного зростання й розвитку фінансового сектору починаючи з 1980-х років. Так, згідно з кількісним підходом фахівців Світового банку, фінансова глибина дає кількісну оцінку діяльності фінансового сектору економіки, “відображає обсяг фінансових операцій в економіці та здебільшого розраховується через відношення величини внутрішнього кредиту приватному сектору до ВВП або загального обсягу банківських активів до ВВП” [1].

Утім, поняття “фінансова глибина” є ширшим за змістом та охоплює не лише зростання кількісних показників фінансового сектору або зміну окремих елементів фінансової системи. За словами В. В. Козюка, фінансова глибина є “індикатором фінансового розвитку, інклюзивності доступу до фінансування та здатності фінансових інституцій країни виконувати функцію трансформації заощаджень у інвестиції”. При цьому науковець зауважує, що “на відміну від зміни в обсягах кредитування, фінансова глибина відображає здатність фінансової системи генерувати кредит, а економіки – збирати ресурси, що можуть бути використані фінансовою системою без негативних макрофінансових наслідків” [2].

Згідно з якісним підходом, під фінансовою глибиною економіки розуміється її “пронизаність фінансовими відносинами, насиченість грошима, фінансовими інструментами та інститутами” [3]. На думку Я. М. Міркіна, “чим більш розвиненою та швидкозростаючою є країна, тим більшою є фінансова глибина. У свою чергу, чим вона більша, тим вагомішою є здатність фінансового сектору до перерозподілу грошових ресурсів на інвестування, і тим вищими і стійкішими є темпи економічного зростання та фінансового розвитку економіки” [3]. На погляд С. В. Науменкової і С. В. Міщенко, фінансову

глибину економіки слід розглядати як “комплексну оцінку процесу насичення економіки грошима, що характеризує рівень розвитку грошово-кредитного ринку, фінансового сектору та залучення в систему грошових відносин широкого кола інститутів, фінансових посередників і суб’єктів господарювання” [4, с. 15].

Разом із тим фінансова глибина є не просто рівнем якісних параметрів розвитку фінансового сектору, а його результативною характеристикою. Так, Д. О. Оголь описує її як “комплексну характеристику економічної системи, яка формується в результаті розвитку сектору фінансових корпорацій і його взаємодії з іншими інституційними секторами та проявляється в насиченості економіки фінансовими ресурсами, фінансовими інструментами та фінансовими відносинами” [5, с. 7]. Таким чином, фінансову глибину можна вважати результативною характеристикою, котра відображає насиченість економіки фінансовими ресурсами, що дає змогу оцінити здатність фінансової системи перерозподіляти фінансові ресурси для досягнення стійкого економічного розвитку країни.

Варто зауважити, що поняття “фінансовий розвиток” і “фінансове поглиблення” не є тотожними, оскільки питання фінансового розвитку ширше та охоплює й фінансову глибину, й фінансову інклюзію. В наукових джерелах термін “фінансова глибина” вживається подібно до фінансової інклюзії як один із проявів фінансового розвитку. При цьому, хоча рівень фінансової інклюзії зазвичай є вищим у країнах із більшою фінансовою глибиною, країни з подібним рівнем цього показника можуть істотно відрізнятися за ви мірами фінансової інклюзії.

Одним із перших ідею про позитивний вплив фінансового сектору в процесі економічного зростання розвинув Й. Шумпетер. Він стверджував, що послуги фінансових посередників – мобілізація заощаджень, оцінювання інвестиційних проектів, управління ризиками, моніторинг менеджерів та проведення трансакцій – мають велике значення для технологічних інновацій і економічного розвитку [6, с. 1]. Ця ідея взаємозв’язку фінансової глибини й економічного добробуту була емпірично доведена в працях Р. Голдсмита, котрий увів коефіцієнт фінансової взаємозалежності для характеристики фінансової структури та економічного розвитку [7, с. 117]. Відповідно, у фінансовій думці сформувався новий напрям емпіричних досліджень – *“finance-growth nexus”*.

Виходячи з позитивної кореляції між розміром фінансового сектору й економічним зростанням, Р. Кінг і Р. Левайн дійшли висновку, що фінансові послуги стимулюють економічне зростання, підвищуючи темпи нагромадження капіталу та ефективність його використання. Науковці встановили не тільки той факт, що середній рівень фінансового розвитку за 1960–1989 рр. тісно пов’язаний зі зростанням протягом цього періоду, а й те, що вказаний розвиток передує економічному зростанню [6, с. 17]. Ця думка простежується й у пізнішій праці Р. Левайна та С. Зервос, які з’ясували, що з урахуванням багатьох факторів економічного зростання ліквідність фондо-

вого ринку та розвиток банківського сектору позитивно і стійко корелюють із поточними й майбутніми темпами економічного зростання, накопиченням капіталу та підвищенням продуктивності [8, с. 554]. Отже, послідовники Й. Шумпетера встановили, що в довгостроковому періоді фінансова глибина є передумовою економічного зростання.

Зі свого боку Р. Райан і Л. Зінгалес довели, що більша фінансова глибина впливає на темпи економічного зростання за рахунок зменшення витрат на зовнішнє фінансування для фінансово залежних підприємств. Окрім того, на їхнє переконання, недосконалість фінансового ринку впливає на інвестиції та економічне зростання, оскільки рівень фінансового розвитку є чинником галузевої структури й концентрації економіки [9, с. 584].

Утім, починаючи з Азійської фінансової кризи наприкінці 1990-х років парадигма позитивного впливу фінансової глибини на економічне зростання похитнулася, й дослідження, проведені у 2000-х роках, засвідчили наявність нелінійного взаємозв'язку збільшення фінансової глибини та темпів економічного зростання. Зокрема, А. Деміргук-Кунт, Е. Феєн, Р. Левайн зазначали, що в міру економічного зростання й банківська система, й фінансові ринки стають розвиненішими, але нівелюється зв'язок між економічною діяльністю та розвитком банків, тимчасом як зв'язок між економічною діяльністю й розвитком ринку цінних паперів посилюється [10, с. 489]. Тобто з підвищенням темпів економічного зростання фінансові послуги, котрі надаються на ринках цінних паперів, набувають більшого значення для економічної діяльності, ніж фінансові послуги банків.

Так само С. Х. Лоу та Н. Сінгх надали докази нелінійного співвідношення величини кредиту приватному сектору, ліквідних зобов'язань, внутрішнього кредиту та економічного зростання [11, с. 43]. Аналогічно колективом дослідників МВФ доведено, що вплив фінансового розвитку на економічне зростання слабшає на вищих рівнях фінансового розвитку, й це зумовлено виміром фінансової глибини, а саме розміром і ліквідністю фінансових ринків та установ [12, с. 5]. При цьому, як наголошують автори іншої праці МВФ, вплив фінансової глибини на економічне зростання посилюється в міру підвищення рівня фінансової інклюзії (вимірюваної покриттям банкоматів або часткою фірм, котрі не вважають брак фінансів серйозною перешкодою для користування фінансовими послугами та продуктами) [13, с. 15].

Зазначені дослідження також узгоджуються з гіпотезою “занадто багато фінансів”, згідно з котрою перефінансування позичальників і накопичення ризиків може стати негативним або як мінімум не мати позитивного ефекту. Ж. Л. Аркан, Е. Беркес та У. Паніцца зауважують, що в країнах зі слаборозвиненим фінансовим сектором вплив фінансової глибини на економічне зростання стає негативним після перевищення рівня 80–100 % обсягу кредиту приватному сектору від ВВП. Водночас у країнах із розвиненим фінансовим сектором не існує додатної кореляції між фінансовою глибиною й економічним зростанням. Дослідники пояснюють це явище економічною мінливістю та підвищеною ймовірністю масштабних економічних криз,

а також нерациональним розміщенням ресурсів навіть у некризовий період. Окрім того, взаємозв'язок фінансової глибини та економічного зростання може залежати від виду фінансових ресурсів, а ще від того, куди спрямовуються кредитні ресурси – на фінансування інвестицій у виробничі активи чи “спекулятивних бульбашок” [14, с. 24]. Отже, як зауважує Є. О. Бублик, перевищення відношення обсягу кредиту приватному сектору до ВВП є “сигналом для монетарного регулювання та встановлення обмежень на приплив капіталу на внутрішній ринок, якщо відсоткові ставки не діють” [15, с. 99].

Взагалі, протягом останніх двох десятиліть дослідження взаємозв'язку фінансової глибини й економічного зростання активізувалися завдяки розвитку економетричної методології та підвищенню доступності даних. Водночас емпіричні дослідження демонструють неоднозначні результати, що пов'язано з різним вибором їх виконавцями економетричних методів, періодів часу і країн.

Позитивні ефекти фінансового поглиблення. Фінансовий розвиток створює сприятливі умови для економічного зростання шляхом стимулювання пропозиції фінансових продуктів та послуг, а економічний розвиток формує випереджальний попит на них. Чим вищі темпи економічного зростання, тим більшою є потреба підприємств і домогосподарств у фінансовому посередництві. Економічне зростання утворює попит на фінансові послуги, що веде до розбудови фінансового сектору. У свою чергу, чим меншим є доступ до фінансових ресурсів та вищою їхня вартість, тим меншим буде масштаб економічної діяльності, котру можна профінансувати, а отже, й економічне зростання [16, с. 4]. Насамперед фінансова глибина сприяє розподілу надлишкових коштів і урізноманітненню спектра інструментів управління ризиками й фінансування, поширенню інформації та диверсифікації ризиків. У свою чергу, темпи економічного зростання пов'язані з позитивним впливом підвищення продуктивності, ефективності розподілу ресурсів, збільшенням інновацій та інвестицій у людський капітал тощо.

У своїй праці Т. Бек, Р. Левайн і Н. Лоайза підтверджують думку про те, що банки, котрі ефективно функціонують, поліпшують розподіл фінансових ресурсів та прискорюють зростання сукупної факторної (чи багатофакторної) продуктивності (*total factor productivity*) з позитивними наслідками для довгострокового економічного зростання. Зокрема, дослідниками виявлено статистично значимий вплив фінансового розвитку на збільшення реального ВВП на одну особу й продуктивність праці, а також додатну кореляцію між розвитком банківського сектору, накопиченням фізичного капіталу та нормою заощадження приватного сектору (однак результати останнього чутливі до змін у методах оцінки й показниках розвитку банківського сектору) [17, с. 29].

Водночас Т. Бек, А. Деміргук-Кунт і Р. Левайн доводять, що фінансова глибина пов'язана також зі зменшенням нерівномірності в розподілі доходів населення. Активний фінансовий розвиток сприяє швидшому підвищенню доходів незаможних верств населення (скорочується частка осіб, які живуть

менше ніж на 1 дол. США на день), ніж середнє зростання ВВП на одну особу, що згладжує нерівність у розподілі доходів населення [18, с. 46]. Так само М. Ціхак зі співавторами зауважують, що більша фінансова глибина (вимірювана як обсяг кредиту приватному сектору до ВВП) корелює зі зменшенням нерівності доходів (зниженням коефіцієнта Джині) [19, с. 11]. До того ж Ш. Классенс і Е. Фейджен підкреслюють, що розвиток фінансового сектору може відіграти вагомий роль у скороченні масштабів голоду та недоїдання, адже зростання продуктивності сільського господарства зумовлює збільшення обсягів виробництва продуктів харчування. Навіть коли прямий доступ до фінансових послуг обмежений для домогосподарств, які відчувають нестачу продуктів харчування, вони все одно можуть отримати вигоду від фінансового розвитку, оскільки взаємодіють із тими, хто має доступ до фінансових продуктів і послуг [20, с. 29].

Аналогічно Е. Дабла-Норріс та Н. Срівісал зауважують, що фінансові системи зі значною фінансовою глибиною слугують амортизаторами, пом'якшуючи негативний вплив зовнішніх шоків на макроекономічну волатильність. Результати досліджень також підкреслюють роль фінансової глибини у згладжуванні рівня споживання в країнах з високою торговельною й фінансовою відкритістю. Хоча країни з низьким рівнем доходів і ті, що розвиваються, є вразливими до різких коливань цін на сировину та умов торгівлі, їхні економіки отримують вигоди від фінансового поглиблення. Однак на дуже високих рівнях фінансового розвитку, котрі притаманні розвинутим економікам, фінансова глибина посилює нестабільність споживання й інвестицій [21, с. 15].

Поряд із цим в умовах значної фінансової глибини підприємства здатні диверсифікувати виробничі ризики, пов'язані з модернізацією технологій, бо джерелами інвестицій виступають не лише внутрішні кошти самих підприємств, а й іноземний капітал. У країнах із розвиненими фінансовими ринками підприємства в змозі управляти проектами, котрі пов'язані з підвищенням якості товарів. Це підтверджується результатами дослідження Світового банку, згідно з якими, поліпшення якості продукції, котра потребує кваліфікованих працівників або застосування дорожчих матеріалів/обладнання, є імовірнішим у країнах із вищим рівнем фінансового розвитку, ніж у країнах із низьким рівнем доходів [22].

Таким чином, наразі є ціла низка досліджень, які підтверджують: розвиток фінансового сектору сприяє економічному зростанню. Такі висновки спонукають уряди країн, що розвиваються, збільшувати фінансову глибину з метою стимулювання економічного зростання. Водночас світова фінансова криза 2008 р. порушила питання переоцінки ролі та вигід фінансового розвитку, оскільки початковий імпульс до розгортання кризових процесів прийшов саме з розвинутих економік, де високоліквідні фінансові ринки характеризуються великою кількістю й різноманітністю фінансових інститутів та інструментів.

Ризики фінансового поглиблення. Швидке фінансове поглиблення може призвести до економічної й фінансової нестабільності. Зокрема, П. Руссо та П. Вахтель встановили, що частота фінансових криз послаблює взаємозв'язок із фінансовою глибиною. Разом із тим епізоди фінансового поглиблення (котрі визначаються як підвищення більш ніж на 30 чи 25 % показника М2 до ВВП), що не закінчуються фінансовими кризами, посилюють взаємозв'язок рівня фінансового розвитку та економічного зростання [23, с. 18].

Надмірне кредитування може спричинити платіжний дисбаланс. Так, М. Ф. Екінчі та Т. Омай наголошують, що збільшення загального приросту обсягів кредитування призводить до значного погіршення стану балансу поточного рахунку. До того ж, за їхніми висновками, темпи зростання загального обсягу кредитування і кредитування домогосподарств, на відміну від нарощування розміру кредитування бізнесу, чинять сильніший негативний вплив на сальдо поточного рахунку за низького рівня фінансової глибини [24, с. 14]. Це узгоджується з гіпотезою “занадто багато фінансів”.

Як зауважує Я. М. Міркін, “насиченість економіки фінансовими активами на рівні країн, що розвиваються, котрі мають низький рівень доходів на одну особу, веде до гальмування економічного зростання, залежності від коротких інвестицій нерезидентів, слабкості ресурсної бази фінансового сектору, завищеної ціни грошей. У цьому причина низької капіталізації банків, стиснення внутрішнього грошового попиту порівняно із зовнішнім, відпливу ліквідності за кордон” [3]. Е. Детрагіаче, П. Гапта і Т. Трессел підкреслюють той факт, що більша присутність іноземних банків суттєво негативно корелює із фінансовою глибиною [25, с. 22].

Результати емпіричних досліджень вказують також на те, що фінансова глибина може негативно впливати на зростання реального ВВП у країнах із середнім рівнем доходу. Як наслідок, від'ємний взаємозв'язок фінансової глибини й економічного зростання виступає індикатором спрямування чималої частини фінансових ресурсів у “непродуктивні” інвестиції (наприклад, на обслуговування боргових зобов'язань), тим самим не сприяючи економічному зростанню [26]. Цю думку підтверджують С. Чеккетті та Є. Харрубі, котрі застерігають, що швидке зростання банківського сектору може теж негативно відбиватися на продуктивності праці. Більше зростання у фінансовому секторі погіршує динаміку реального сектору, бо фінансовий сектор конкурує з рештою економіки за трудові ресурси [27, с. 25]. Тобто може спостерігатися вплив трудового потенціалу у невиробничій сфері економіки.

Чинники формування фінансової глибини економіки. Дослідники МВФ пояснюють явище зниження темпів економічного зростання, коли фінансове поглиблення досягає високого рівня, зміною ролі кредитного ринку та ринку цінних паперів (у міру того, як економіки стають розвинутими, банківський сектор стає менш важливим для економічного зростання); економічною нестабільністю та підвищеною ймовірністю економічних крахів,

пов'язаних із надмірним фінансовим поглибленням; міграцією трудових ресурсів із виробничих секторів економіки в ті, котрі не сприяють економічному зростанню; видом кредитування (зокрема, кредитування підприємств має додатний зв'язок із економічним зростанням на відміну від кредитування домогосподарств) [14]. Загалом серед найбільш значущих чинників фінансової глибини виокремлюють структурні та політики уряду й монетарної влади і, відповідно, макроекономічні та інституційні.

Структурні чинники фінансової глибини – це специфічні для країни характеристики, які не можуть бути змінені політикою уряду в коротко-строківій перспективі. Загальний рівень економічного розвитку країни, що вимірюється доходом на одну особу, може вплинути на фінансову глибину через підвищення попиту на фінансові продукти й послуги та збільшення пропозиції заощаджень населення. Країни з більшою чисельністю та густотою населення можуть мати вищий рівень фінансової інклюзії – глибше фінансове проникнення та менші витрати на фінансове посередництво. Структура населення за віком і зайнятістю (наприклад, частка непрацюючого молодого та старого населення) впливає на обсяги заощадження і схеми кредитування [28, с. 6].

Чинниками політики уряду та монетарної влади є ті, що здатні вплинути на фінансове середовище, а саме: макроекономічна та інституційна політика (регуляторна й наглядова політика, практики бухгалтерського обліку та розкриття інформації, забезпечення виконання контрактів тощо), інші реформи фінансового сектору, які можуть сприяти лібералізації фінансових ринків або посиленню конкуренції на них [28, с. 6]. Зі свого боку, незалежність центрального банку і транспарентність його грошово-кредитної політики нерозривно пов'язані з рівнем довіри та інфляційними очікуваннями учасників ринку. Тобто зазначені чинники формують інфраструктурне й регуляторне середовище.

Макроекономічні чинники. В міру зростання ВВП попит на фінансові послуги підвищується, що зумовлює фінансове поглиблення. Крім того, низька інфляція є ознакою макроекономічної стабільності, котра сприяє фінансовому посередництву [28, с. 7]. Щодо макроекономічної політики Е. Детрагіаче, П. Гапта і Т. Трессел виявляють негативний вплив інфляції на фінансову глибину (вимірювану як обсяг кредиту приватному сектору до ВВП та співвідношенням позик і активів) [25, с. 16]. При цьому граничний ефект інфляції помітніший за нижчих її рівнів [25, с. 19]. Дж. Боуд, Р. Левайн, Б. Сміт доходять висновку про наявність нелінійної залежності між інфляцією й фінансовим розвитком та про те, що за помірних темпів (15 %) нівелюється її негативний вплив на фінансову глибину [29, с. 246]. У свою чергу, М. Кляйн і Дж. Олівей довели значущий вплив лібералізованих рахунків операцій із капіталом на фінансову глибину та економічне зростання протягом 1986–1995 рр. У країнах із лібералізованими рахунками операцій з капіталом спостерігалась істотніша позитивна динаміка фінансової глибини й економічного зростання на відміну від країн із постійними обмеженнями руху

потоків капіталу. Однак ці результати пояснюються переважно включенням у вибірку розвинутих країн [30, с. 21].

Політичні та інституційні чинники. Сильне верховенство права створює сприятливе середовище для банківського кредитування. Так, на думку Е. Детрагіаче, П. Гапти, Т. Трессела, забезпечення виконання контрактів і захист майнових прав залежать від обсягу кредитів приватному сектору [25, с. 22]. Захист прав власності охоплює вимір верховенства права, пов'язаний із можливістю гарантування якості забезпечення під заставу. Політична стабільність вимірюється сприйняттям імовірності дестабілізації уряду. За стабільного політичного середовища менша невизначеність на фінансовому ринку й банки охочіше надають позики. Функціонування надійних кредитних бюро поліпшує якість кредитної інформації, оскільки вони дають змогу кредиторам ретельніше перевіряти позичальників, оцінювати та управляти ризиками, а позичальники отримують розширений доступ до фінансування. Рівень покриття інтернетом використовується як показник розвитку інфраструктури, що знижує витрати банків і сприяє кращому територіальному охопленню населення. До того ж належне покриття інтернетом свідчить про надійну телекомунікаційну інфраструктуру, що вкрай важливо для банківських операцій та переказів [28, с. 7, 8].

Варто зауважити, що в малих сировинних економіках, таких як вітчизняна, істотним фактором формування фінансової глибини виступає залежність фінансового ринку від зовнішньоторговельної кон'юнктури. В цих умовах падіння цін на сировинні товари, котрі є основними позиціями українського експорту, веде до скорочення ВВП. Така ситуація підвищує нестабільність банківської системи, й фінансова глибина економіки зменшується. У свою чергу, ключовою причиною такої залежності економічного зростання від кон'юнктури на світових сировинних ринках є галузева структура національної економіки, а саме розвиток тих галузей, котрі забезпечують швидку окупність капіталовкладень, що свідчить про проблеми розвитку реального сектору економіки.

Рівень фінансової глибини економіки України та у світі. За останніх два десятиліття посилилася значимість фінансового ринку в економіці, що характеризується вартістю сукупних фінансових активів – показником фінансової глибини без урахування конкретного типу фінансової структури. Так, протягом 2002–2019 рр. частка активів фінансових установ у номінальному ВВП глобально збільшилася з 368,7 % (127,8 трлн дол. США) до 460,59 % (404,1 трлн дол.) (рис. 1). При цьому середній показник фінансової глибини світової економіки становив 405 % із підвищенням у 2017 р. до 470,2 %. Протягом останніх п'яти років рівень фінансової глибини вітчизняної економіки за показником активів фінансового сектору (банків, страхових компаній, кредитних спілок, фінансових компаній, ломбардів) відносно ВВП зріс у 2020 р. до 49,5 % (2,076 трлн грн) після зниження у 2017–2019 рр. (50,4, 43,7 і 43,4 % відповідно), незважаючи на примноження в цей період фінансових активів у абсолютному вимірі (1,5047 трлн, 1,5544 трлн та 1,7262 трлн грн відповідно).

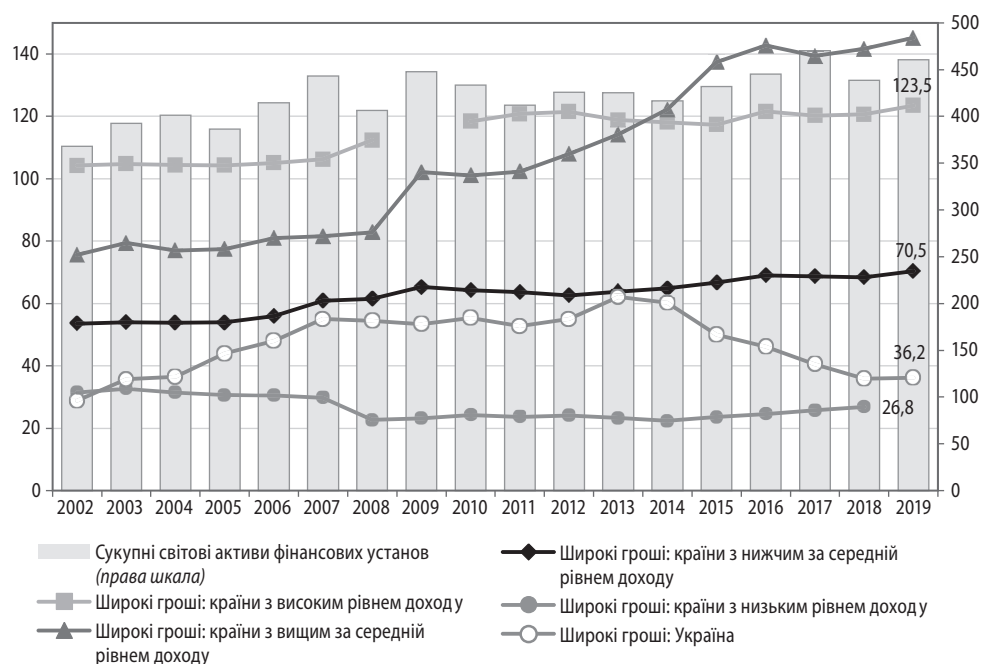


Рис. 1. Динаміка глобальних фінансових активів і широких грошей країн світу за рівнем доходу протягом 2002–2019 рр., % ВВП

Складено за даними офіційних вебсайтів Національного банку України (<http://www.bank.gov.ua>), Світового банку (<https://data.worldbank.org>), Державної служби статистики України (<http://www.ukrstat.gov.ua>), Statista (<https://www.statista.com>).

Ще одним індикатором рівня фінансової глибини економіки слугує показник широких грошей, який відображає насиченість економіки грошима (співвідношення грошового агрегату М2 та номінального ВВП). Вищий рівень монетизації притаманний розвинутим країнам, адже пов'язаний зі швидшими темпами економічного зростання (див. рис. 1). Зазначене узгоджується з висновком Й. Шумпетера про те, що збільшення ліквідності через фінансових посередників позитивно впливає на економічну динаміку завдяки розширенню можливостей для інновацій. Швидке зростання монетизації економіки в країнах із вищим за середній рівень доходу та повільніше в країнах із високим рівнем доходу є свідченням експансійної монетарної політики в цих країнах. Хоча в країнах із рівнем доходу, нижчим від середнього, до котрих належить Україна, відбувається повільне підвищення М2 відносно ВВП, монетизація вітчизняної економіки, навпаки, знижується з 2014 р., що вказує на недостатню насиченість економіки фінансовими й грошовими ресурсами.

Після глобальної фінансової кризи в країнах із вищим за середній рівнем доходу спостерігається помітне фінансове поглиблення за показником внутрішнього кредиту, наданого фінансовими установами, на тлі повільної активізації кредитування в країнах із рівнем доходу, нижчим від середнього (рис. 2). На противагу висхідним світовим тенденціям, в Україні спостеріга-

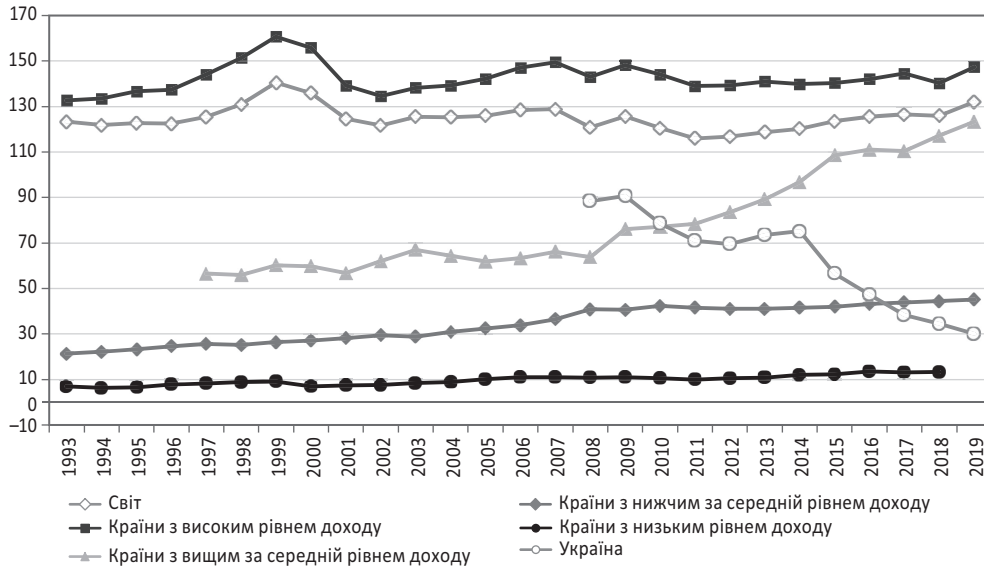


Рис. 2. Динаміка внутрішнього кредиту, наданого фінансовими установами країн світу за рівнем доходу, протягом 1993–2019 рр., % ВВП

Складено за даними офіційного вебсайту Світового банку (<https://data.worldbank.org>).

лося падіння рівня залучення кредитного ринку до розвитку економіки країни: якщо у 2008 р. частка внутрішнього кредиту, наданого фінансовими установами, у ВВП сягала 88,46 %, то у 2019 р. – уже 30,05 %. Між тим, із 2009 р. цей індикатор у середньому становив: у країнах із нижчим від середнього рівнем доходу (в т. ч. Україні) – 42,4 %, у країнах із вищим за середній рівнем доходу – 97,4 %, у країнах із високим рівнем доходу – 142,4 %, у світі – 122,9 %. При цьому темп зростання світового ВВП уповільнився у 2019 р. до найнижчого показника з часу останньої світової фінансової кризи (у 2008 р. – 1,85 %, у 2009 р. – 1,67 %) та дорівнював лише 2,34 %, а в Україні – 3,23 % (у 2008 р. – 2,3 %, у 2009 р. – 14,76 %).

У групах країн із низьким і середнім рівнем доходу роль банківського сектору у фінансовому поглибленні істотно більша, ніж фондового ринку, що підтверджується низьким значенням показника ринкової капіталізації лістингових компаній. Хоча глобально цей показник зростає (з 52,6 % у 1992 р. до 91,9 % у 2018 р.), із 2011 р. спостерігається незначне підвищення привабливості інвестицій у країнах із середнім рівнем доходу (рис. 3). Частка ринкової капіталізації у ВВП української економіки порівняно з аналогічним показником країн із рівнем доходу, нижчим за середній, залишається неістотною, що свідчить про банкоцентричність фінансової глибини національної економіки.

На підставі викладеного доходимо таких висновків. Поняття “фінансова глибина” відображає насиченість економіки фінансовими ресурсами, що дає



Рис. 3. Динаміка капіталізації лістингових компаній країн світу за рівнем доходу протягом 1992–2019 рр., % ВВП

Складено за даними офіційного вебсайту Світового банку (<https://data.worldbank.org>).

змогу оцінити здатність фінансової системи ефективно мобілізувати й перерозподіляти фінансові ресурси для підтримки економічного розвитку країни. Взаємозв'язок фінансової глибини та економічного зростання полягає в тому, що фінансовий розвиток країни через збільшення фінансової глибини економіки (фінансових установ і ринків, домогосподарств та підприємств реального сектору) формує пропозицію фінансових продуктів і послуг, а економічний розвиток створює попит на них, що сприяє розбудові фінансового посередництва.

Узагальнення результатів сучасних наукових досліджень взаємозв'язку фінансової глибини й економічного зростання дає змогу припустити існування загального консенсусу, що фінансовий розвиток стимулює економічне зростання. Фінансове поглиблення прискорює останнє за рахунок розширення доступу до фінансових ресурсів, зменшення нерівномірності в розподілі доходів населення, диверсифікації виробничих ризиків. Зростаючий масив емпіричних досліджень висвітлює канали, за допомогою котрих фінансові ринки та установи впливають на економічний розвиток і навпаки. Однак, тимчасом як за результатами низки досліджень країни з більшою фінансовою глибиною зростають швидше, інші праці вказують на те, що фінансовій кризі й економічним спадам зазвичай передують швидке фінансове поглиблення економіки. Взагалі підвищення рівня фінансової глибини супроводжується ризиками погіршення стану поточного рахунку, непродуктивного інвестування, збільшення кількості зайнятих у невиробничих

галузях. Виокремлюючи відмінності в рівні фінансової глибини між групами країн, розрізняють структурні чинники (загальний рівень економічного розвитку; чисельність, густота, структура населення за віком і зайнятістю) та чинники політики уряду й монетарної влади (макроекономічні, політичні та інституційні), котрі формують інфраструктурне, регуляторне й інформаційне середовище. У цілому напрям досліджень “*finance-growth nexus*” стосується наявності та надійності взаємозв'язку фінансової глибини та довгострокового економічного зростання, лінійності чи нелінійності цього взаємозв'язку й визначення межі фінансового розвитку, перевищення якої стримує економічне зростання або негативно впливає на нього.

Відповідно до наявних теоретичних концепцій, взаємозв'язок зростання та фінансової глибини тяжіє до хвилеподібності, а не однозначного збільшення, та слабшає на дуже високих рівнях фінансової глибини. Інакше кажучи, фінансова глибина сприяє економічному розвитку, проте лише до певного порогового значення, після чого починає стримувати економічне зростання, що залежить від якості інституцій і структурних характеристик фінансової системи. Тому пріоритетним напрямом фінансового поглиблення повинне стати посилення відповідного типу та якості фінансування. Крім того, низький поріг фінансової глибини не обов'язково свідчить про необхідність її збільшення. Оскільки фінансовий розвиток без економічного зростання може призвести до фінансової нестабільності, фінансове поглиблення має бути пов'язане з оптимальними показниками економічного зростання.

Для груп країн із високим і вищим за середній рівнем доходу характерна більша фінансова глибина, що вказує на позитивний характер впливу фінансового ринку на економічний розвиток. Відставання вітчизняної економіки з 2014 р. за показниками фінансової глибини (широких грошей, внутрішнього кредиту, наданого фінансовими установами, капіталізації лістингових компаній відносно ВВП) навіть від середнього показника для групи країн, до котрої входить Україна, є свідченням її недомонетизованості й банкоцентричності.

Подальші дослідження доцільно спрямовувати на пошук оптимального рівня насичення фінансової глибини з урахуванням чинників, що впливають на порогові позитивні ефекти її зростання для стимулювання збалансованого економічного зростання.

Список використаних джерел

1. World Bank. URL: <https://www.worldbank.org/>.
2. Козюк В. Фінансова глибина: легше потонути, ніж пояснити. *Дзеркало тижня*. 2019. № 45. URL: https://zn.ua/ukr/finances/finansova-glibina-legshe-potonuti-nizh-royasniti-330610_.html.
3. Миркин Я. М. Посткризисная стратегия развития финансового сектора России. *Журнал новой экономической ассоциации*. 2009. № 2. URL: <http://journal.econorus.org/jsub.phtml?id=24>.
4. Науменкова С. В., Мищенко С. В. Влияние устойчивости денежного обращения на экономический рост. *Известия Санкт-Петербургского университета экономики*

и финансов. 2013. № 3 (81). С. 15–23. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/vliyanie-ustoychivosti-denezhnogo-obrascheniya-na-ekonomicheskii-rost>.

5. Оголь Д. О. Вплив грошово-кредитної політики на економічне зростання України : дис. ... канд. екон. наук : 08.00.08 ; М-во освіти і науки України, Українська акад. банківської справи. Суми, 2016. 285 с.

6. King R., Levine R. Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right. *World Bank Working Paper Series*. 1993. No. 1083. 45 p. URL: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/361791468739247920/pdf/multi-page.pdf>.

7. Goldsmith R. W. The comparative study of economic growth and structure. Chapter: Financial structure and development as a subject for international comparative study. *NBER*. 1959. P. 114–123. URL: <http://www.nber.org/chapters/c4417>.

8. Levine R., Zervos S. Stock markets, banks, and economic growth. *The American Economic Review*. 1998. Vol. 88, No. 3. P. 537–558. URL: <http://www.jstor.org/stable/116848>.

9. Rajan R. G., Zingales L. Financial Dependence and Growth. *The American Economic Review*. 1998. Vol. 88, No. 3. P. 559–586. URL: <https://www.jstor.org/stable/116849>.

10. Demirgüç-Kunt A., Feyen E., Levine R. The Evolving Importance of Banks and Securities Markets. *The World Bank Economic Review*. 2013. Vol. 27, No. 3. P. 476–490. URL: <https://doi.org/10.1093/wber/lhs022>.

11. Law S. H., Singh N. Does too much finance harm economic growth? *Journal of Banking and Finance*. 2014. Vol. 41. P. 36–44. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.12.020>.

12. Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets / R. Sahay, M. Cihak, P. N'Diaye et al. *IMF Staff Discussion Note*. 2015. May. 41 p. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2015/sdn1508.pdf>.

13. Financial Inclusion: What Have We Learned So Far? What Do We Have to Learn? / A. Barajas, T. Beck, M. Belhaj, S. M. Naceur. *IMF Working Paper*. 2020. No. 20 (157). URL: <https://doi.org/10.5089/9781513553009.001>.

14. Arcand J. L., Berkes E., Panizza U. Too Much Finance? *IMF Working Paper*. 2012. No. 12 (161). 49 p. URL: <https://doi.org/10.5089/9781475504668.001>.

15. Бублик Є. О. Фінансова відкритість транзитивних економік : монографія / ДУ "Ін-т економіки та прогнозування НАН України". Київ, 2020. 324 с.

16. Mohan R. Economic growth, financial deepening and financial inclusion: Speech at the Annual Bankers' Conference 2006, Hyderabad. 2006. November 3. 18 p. URL: <https://www.bis.org/review/r061121e.pdf>.

17. Beck T., Levine R., Loayza N. Finance and the sources of growth. *World Bank Working Paper*. 1999. No. 2057. URL: <https://doi.org/10.1596/1813-9450-2057>.

18. Beck T., Demirgüç-Kunt A., Levine R. Finance, inequality and the poor. *Journal of Economic Growth*. 2007. No. 12. P. 27–49. URL: <https://doi.org/10.1007/s10887-007-9010-6>.

19. Financial Development in 205 Economies, 1960 to 2010 / M. Cihak, A. Demirgüç-Kunt, E. Feyen, R. Levine. *NBER Working Papers*. 2013. No. 18946. 53 p. URL: <https://doi.org/10.3386/w18946>.

20. Claessens S., Feijen E. Finance and Hunger: Empirical Evidence of the Agricultural Productivity Channel. *World Bank Working Paper*. 2006. No. 4080. 48 p. URL: <https://doi.org/10.1596/1813-9450-4080>.

21. Dabla-Norris E., Srivisal N. Revisiting the Link between Finance and Macroeconomic Volatility. *IMF Working Paper*. 2013. No. 13/29. 36 p. URL: <https://doi.org/10.5089/9781475543988.001>.

22. Krishna P., Levchenko A. A., Maloney W. F. Growth and Risk: A View from International Trade. *World Bank Working Paper*. 2020. No. 9296. 22 p. URL: <https://doi.org/10.1596/1813-9450-9296>.

23. Rousseau P. L., Wachtel P. Episodes of financial deepening: credit booms or growth generators? *Vanderbilt University Department of Economics Working Papers*. 2017.

No. VUECON-17-00009. 30 p. URL: <http://www.accessecon.com/pubs/VUECON/VUECON-17-00009.pdf>.

24. Ekinici M. F., Omay T. Current account and credit growth: The role of household credit and financial depth. *MPRA Paper*. 2019. No. 93882. 24 p. URL: <https://doi.org/10.1016/j.najef.2020.101244>.

25. Detragiache E., Gupta P., Tressel T. Finance in lower income countries: an empirical exploration. *IMF Working Paper*. 2005. No. 05 (167). 48 p. URL: <https://doi.org/10.5089/9781451861860.001>.

26. What is the impact of financial depth on economic growth within middle income countries? / A. Isiaka, A. Isiaka, A. Isiaka, O. Adenubi. *International Journal of Research in Business and Social Science*. 2021. Vol. 10, No. 1. P. 122–130. URL: <https://doi.org/10.20525/ijrbs.v10i1.1007>.

27. Cecchetti S. G., Kharroubi E. Why Does Financial Sector Growth Crowd Out Real Sector Growth? *BIS Working Paper*. 2015. No. 490. 29 p. URL: <https://www.bis.org/publ/work490.pdf>.

28. Financial depth in the WAEMU: benchmarking against frontier SSA Countries / C. Ahokossi, K. Ismail, S. Karmakar, M. Koulet-Vickot. *IMF Working Paper*. 2013. No. 13 (161). 22 p. URL: <https://doi.org/10.5089/9781484309391.001>.

29. Boyd J. H., Levine R., Smith B. D. The Impact of Inflation on Financial Sector Performance. *Journal of Monetary Economics*. 2001. Vol. 47, Iss. 2. P. 221–248. URL: [https://doi.org/10.1016/S0304-3932\(01\)00049-6](https://doi.org/10.1016/S0304-3932(01)00049-6).

30. Klein M. W., Olivei G. P. Capital account liberalization, financial depth, and economic growth. *Working Papers of Federal Reserve Bank of Boston*. 1991. No. 99-6. 41 p. URL: <https://doi.org/10.3386/w7384>.

References

1. World Bank. (n. d.). Retrieved from <https://www.worldbank.org/>.
2. Koziuk, V. (2019). Financial depth: easier to drown than to explain. *Mirror of the week*, 45. Retrieved from https://zn.ua/ukr/finances/finansova-glibina-legshe-potonuti-nizh-poyasniti-330610_.html [in Ukrainian].
3. Mirkin, J. M. (2009). Post-Crisis Strategy of the RF Financial Sector Development. *The Journal of the New Economic Association*, 2. Retrieved from <http://journal.econorus.org/jsub.phtml?id=24> [in Russian].
4. Naumenkova, S. V., & Mischenko, S. V. (2013). The impact of the stability of monetary circulation on economic growth. *Bulletin of the St. Petersburg University of Economics and Finance*, 3 (81), 15–23. Retrieved from <https://cyberleninka.ru/article/n/vliyanie-ustoychivosti-denezhnogo-obrascheniya-na-ekonomicheskiy-rost> [in Russian].
5. Ohol, D. O. (2016). *The impact of monetary policy on Ukraine's economic growth* (PhD Thesis). Sumy: Banking University [in Ukrainian].
6. King, R., & Levine, R. (1993). Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right. *World Bank Working Paper Series*, 1083. Retrieved from <https://documents1.worldbank.org/curated/en/361791468739247920/pdf/multi-page.pdf>.
7. Goldsmith, R. W. (1959). The comparative study of economic growth and structure. Chapter: Financial structure and development as a subject for international comparative study. *NBER*, 114–123. Retrieved from <http://www.nber.org/chapters/c4417>.
8. Levine, R., & Zervos, S. (1998). Stock markets, banks, and economic growth. *The American Economic Review*, 88 (3), 537–558. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/116848>.
9. Rajan, R. G., & Zingales, L. (1998). Financial Dependence and Growth. *The American Economic Review*, 88 (3), 559–586. Retrieved from <https://www.jstor.org/stable/116849>.
10. Demirgüç-Kunt, A., Feyen, E., & Levine, R. The Evolving Importance of Banks and Securities Markets. *The World Bank Economic Review*, 27 (3), 476–490. DOI: 10.1093/wber/lhs022.

11. Law, S. H., & Singh, N. (2014). Does too much finance harm economic growth? *Journal of Banking and Finance*, 41, 36–44. DOI: 10.1016/j.jbankfin.2013.12.020.
12. Sahay, R., Čihák, M., N'Diaye, P., Barajas, A., Bi, R., Ayala, D. et al. (2015, May). Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets. *IMF Staff Discussion Note*. Retrieved from <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2015/sdn1508.pdf>.
13. Barajas, A., Beck, T., Belhaj, M., & Naceur, S. M. (2020). Financial Inclusion: What Have We Learned So Far? What Do We Have to Learn? *IMF Working Paper*, 20 (157). DOI: 10.5089/9781513553009.001.
14. Arcand, J. L., Berkes, E., & Panizza, U. (2012). Too Much Finance? *IMF Working Paper*, 12 (161). DOI: 10.5089/9781475504668.001.
15. Bublyk, Ye. O. (2020). *Financial openness of transitive economies*. Kyiv: SI “Institute of Economics and Forecasting of the NAS of Ukraine” [in Ukrainian].
16. Mohan, R. (2006, November 3). *Economic growth, financial deepening and financial inclusion* (Speech at the Annual Bankers’ Conference, Hyderabad). Retrieved from <https://www.bis.org/review/r061121e.pdf>.
17. Beck, T., Levine, R., & Loayza, N. (1999). Finance and the sources of growth. *World Bank Working Paper*, 2057. DOI: 10.1596/1813-9450-2057.
18. Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., & Levine, R. (2007). Finance, inequality and the poor. *Journal of Economic Growth*, 12, 27–49. DOI: 10.1007/s10887-007-9010-6.
19. Cihak, M., Demirgüç-Kunt, A., Feyen, E., & Levine, R. (2013). Financial Development in 205 Economies, 1960 to 2010. *NBER Working Papers*, 18946. DOI: 10.3386/w18946.
20. Claessens, S., & Feijen, E. (2006). Finance and Hunger: Empirical Evidence of the Agricultural Productivity Channel. *World Bank Working Paper*, 4080. DOI: 10.1596/1813-9450-4080.
21. Dabla-Norris, E., & Srivisal, N. (2013). Revisiting the Link between Finance and Macroeconomic Volatility. *IMF Working Paper*, 13/29. DOI: 10.5089/9781475543988.001.
22. Krishna, P., Levchenko, A. A., & Maloney, W. F. Growth and Risk: A View from International Trade. *World Bank Working Paper*, 9296. DOI: 10.1596/1813-9450-9296.
23. Rousseau, P. L., & Wachtel, P. (2017). Episodes of financial deepening: credit booms or growth generators? *Vanderbilt University Department of Economics Working Papers*, VUECON-17-00009. Retrieved from <http://www.accessecon.com/pubs/VUECON/VUECON-17-00009.pdf>.
24. Ekinici, M. F., & Omay, T. (2019). Current account and credit growth: The role of household credit and financial depth. *MPRA Paper*, 93882. DOI: 10.1016/j.najef.2020.101244.
25. Detragiache, E., Gupta, P., & Tressel, T. (2005). Finance in lower income countries: an empirical exploration. *IMF Working Paper*, 05 (167). DOI: 10.5089/9781451861860.001.
26. Isiaka, A., Isiaka, A., Isiaka, A., & Adenubi O. (2021). What is the impact of financial depth on economic growth within middle income countries? *International Journal of Research in Business and Social Science*, 10 (1), 122–130. DOI: 10.20525/ijrbs.v10i1.1007.
27. Cecchetti, S. G., & Kharroubi, E. (2015). Why Does Financial Sector Growth Crowd Out Real Sector Growth? *BIS Working Paper*, 490. Retrieved from <https://www.bis.org/publ/work490.pdf>.
28. Ahokpossi, C., Ismail, k., Karmakar, S., & Koulet-Vickot, M. (2013). Financial depth in the WAEMU: benchmarking against frontier SSA Countries. *IMF Working Paper*, 13 (161). DOI: 10.5089/9781484309391.001.
29. Boyd, J. H., Levine, R., & Smith, B. D. (2001). The Impact of Inflation on Financial Sector Performance. *Journal of Monetary Economics*, 47 (2), 221–248. DOI: 10.1016/S0304-3932(01)00049-6.
30. Klein, M. W., & Olivei, G. P. (1991). Capital account liberalization, financial depth, and economic growth. *Working Papers of Federal Reserve Bank of Boston*, 99-6. DOI: 10.3386/w7384.