

Перспективы развития региональной экономики

Европа

Укрепление финансовых систем

.....



НОЯБРЬ **07**

Обзоры мировой экономики и финансов

Перспективы развития региональной экономики

Европа

Укрепление финансовых систем

.....

Н О Я Б Р Ъ 07

©2007 Международный Валютный Фонд

Cataloging-in-Publication Data

Перспективы развития мировой экономики: Европа – [Washington, D.C.] : Международный Валютный Фонд, 2007.

р. см. – (Обзоры мировой экономики и финансов)

“Strengthening financial systems.”

Nov. 07.

Includes bibliographical references.

ISBN 978-1-58906-697-7

1. Economic forecasting – Europe. 2. Europe – Economic conditions – 1945- 3. Europe – Economic conditions – Statistics. I. International Monetary Fund. II. Series (World economic and financial surveys) III. Title.

HC240 .R44518 2007

Цена 31 доллар США

(26 долларов США для студентов и преподавателей
высших учебных заведений)

Просьба присылать заказы по адресу:

International Monetary Fund, Publication Services
700 19th St. N.W., Washington, D.C. 20431, U.S.A.

Телефон.: (202) 623-7430 Факс: (202) 623-7201

Электронная почта: publications@imf.org

Интернет: www.imf.org

Оглавление

Введение	vii
Аналитическое резюме	ix
ЧАСТЬ I	1
Перспективы: через финансовую нестабильность — к устойчивому росту	3
Устойчивые экономические детерминанты должны способствовать преодолению финансовой нестабильности	3
Продолжительное ужесточение условий кредитного рынка может усугубить риск снижения роста	7
Директивные органы сталкиваются с непредвиденной неопределенностью	9
Реформы имеют решающее значение для поддержания роста	10
ЧАСТЬ II	19
В центре анализа: укрепление финансовых систем	21
1. Настройка финансовых систем стран с развитой экономикой	23
Обзор	23
Эволюция финансовых систем	24
Качество финансовых систем имеет существенное значение	26
Получение выгод без чрезмерных рисков	27
2. Регулирование быстрого углубления финансовых рынков в странах Европы с формирующимся рынком	35
Роль финансов в конвергенции	36
Безопасное движение на высокой скорости	39
Подготовка к крутому повороту	45
3. Поддержание финансового развития в странах Европы с формирующимся рынком	49
Каков уровень финансового развития?	49
Какие факторы играют ключевую роль?	50
Как можно поддержать движение вперед?	52
Библиография	61
Таблицы	
1. Страны Европы: рост реального ВВП и инфляция ИПЦ, 2006–2008 годы	5
2. Страны Европы: сальдо по внешним операциям и сальдо государственных финансов, 2006–2008 годы	11
3. Индекс экономической свободы: ранги в сравнении с остальным миром, 2005 год	17
4. Кредит нефинансовым корпорациям и домашним хозяйствам, 2000–2006 годы	38
5. Открытые позиции банков в странах с формирующимся рынком, 2006 год	44

Рисунки

1. Европа и остальной мир: рост реального ВВП, 2001–2008	3
2. Конвергенция в Европе и остальном мире, 2001–2006	3
3. Зона евро: средние межбанковские ставки предложения, 25 июля –3 октября 2007 года	4
4. Изменение фондовых котировок банковского сектора, 25 июля –3 октября 2007 года	7
5. Суточные индексы фондового рынка, 2005 год – октябрь 2007 года	7
6. Спреды по суверенным облигациям, 25 июля –1 октября, 2007 года	8
7. Показатели доверия в ЕС-27, январь 2005 – сентябрь 2007 года	8
8. Регионы Европы: сальдо бюджета сектора государственного управления, 2003–2008	10
9. Страны Европы с формирующимся рынком: денежно-кредитные условия, 2000–2006	12
10. Страны Европы с формирующимся рынком: рост кредита, 1999–2006	12
11. Регионы Европы: отношение сальдо счета текущих операций к ВВП, 2003–2008	13
12. Внешний долг, 2006 год	13
13. Банковский кредит частному сектору в Европе, 1995–2006	21
14. Финансовые нововведения в Европе, июнь 1995 – июнь 2007 года	21
15. Финансовая интеграция в Европе, 1995–2006 года	22
16. Финансовый индекс по субиндексам, 1995 и 2004 годы	24
17. Спред процентных ставок, 1995 и 2004 годы	25
18. Активы небанковских финансовых учреждений, 1995 и 2006 годы	25
19. Оборот фондового рынка, 1995 и 2005 годы	26
20. непогашенная сумма внутренних долговых ценных бумаг, выпущенных нефинансовыми корпорациями, 1995 и 2006 годы	26
21. Конвергенция в Европе, 2000–2006	36
22. Сальдо счетов текущих операций и уровни доходов в Европе, 2006 год	36
23. Конвергенция с учетом и без учета потоков капитала	37
24. Доля иностранных активов и обязательств в ВВП, 2005 год	38
25. Кредит нефинансовым корпорациям, 2000–2006	39
26. Кредит домашним хозяйствам, 2000–2006	39
27. Производительность, гибкость и счет текущих операций	40
28. Скорость роста кредита и цены на жилье, 2002–2006	43
29. Доля займов в иностранной валюте, 2006 год	43
30. Влияние уровня доверия на относительные цены невнешнеторговых товаров	44
31. Доля активов иностранных банков, 2000 и 2005 годы	44
32. Два этапа конвергенции	45
33. Изменения в структуре производства	46
34. Негибкость рынка труда и скорость роста кредита	46
35. Банковский кредит частному сектору и доходы на душу населения, 2006 год	49
36. непогашенные долговые ценные бумаги, 2006 год	50
37. Оборот и капитализация рынка акций, 2006 год	50
38. Размеры институциональных инвесторов, 2006 год	51
39. Банковский кредит и качество институтов	51
40. Индекс качества институтов, 2006 год	52
41. Индекс юридических прав заемщиков и кредиторов, 2006 год	53
42. Индекс кредитной информации, 2006 год	55

43. Управление корпорациями (соблюдение принципов ОЭСР), 2004 год	55
44. Индекс реформ банковского сектора и либерализации процентных ставок, 2006 год	56
45. Индекс регулятивных и надзорных полномочий, 2003 год	56

Вставки

1. Почему обвал на рынке непервоклассных ипотек США отразился на Европе?	6
2. Экономическая интеграция в Европе	14
3. Сохраняющееся значение кредитования, основанного на долговременных отношениях, в развивающейся финансовой системе	28
4. Дания: финансовое посредничество в действии	30
5. Совершенствование финансовой системы: опыт Италии	31
6. Решение проблем «превышения скорости» финансового развития в Латвии	41
7. Быстрое углубление финансового рынка: уроки из опыта Португалии	47
8. Национальные или региональные биржи — их значение для стран Европы с формирующимся рынком	54
9. Развитие рынка государственных ценных бумаг	57
10. Качество институтов, корпоративное управление и финансовое развитие. Пример Украины	59

Введение

Настоящий доклад «Перспективы развития региональной экономики: Европа» (*ППРЭ: Европа*) является первым в планируемой серии периодических изданий Европейского департамента Международного Валютного Фонда. Следующий выпуск *ППРЭ: Европа* намечено опубликовать в апреле 2008 года, вскоре после весеннего выпуска «Перспектив развития мировой экономики» (*ПРМЭ*) МВФ.

Каждый выпуск *ППРЭ: Европа* будет включать обзор экономических перспектив и анализ, посвященный одной или нескольким темам. Предполагается, что часть, содержащая обзор перспектив, будет дополнять *ПРМЭ*, выделяя экономические тенденции и выводы для экономической политики, которые имеют особенно актуальное значение для Европы. В настоящем выпуске внимание заостряется на последствиях финансовой нестабильности, наблюдающейся в последнее время, и реформах, необходимых для поддержания роста в среднесрочном плане. В аналитической части доклада, посвященной финансовому сектору, обсуждаются пути дальнейшего укрепления финансовых систем в странах Европы — как странах с развитой экономикой, так и странах с формирующимся рынком.

Работа по подготовке *ППРЭ: Европа* координировалась Отделом региональных исследований Европейского департамента МВФ. Доклад подготовлен при широком участии сотрудников Европейского департамента, и в нем использованы материалы и комментарии сотрудников Департамента денежно-кредитных систем и рынков капитала и Исследовательского департамента МВФ. Основными авторами доклада являются Рудольф Бемс, Атанасиос Вамвакидис, Эдда Золи, Мен-Кэнг Танг и Филип Шелекенс под общим руководством Люка Эверера. Павел Лукьянцау, Доминик Ралисон-Раджаобелина и Томас Уолтер оказывали помощь в проведении исследований, административных вопросах и редактировании доклада, соответственно. Марина Приморац из Департамента внешних связей координировала выпуск издания. Издание на русском языке подготовлено группой сотрудников Отдела арабского и русского языков в составе Александры Акчуриной, Татьяны Вороновой, Михаила Левина, Светланы Мозер, Константина Николаева, Юрия Новицкого, Михаила Сурина и Елены Фрейнкман. Издание на русском языке координировала Александра Акчурина.

Взгляды, выраженные в настоящем докладе, принадлежат персоналу МВФ и не должны рассматриваться как принадлежащие исполнительным директорам или официальным органам стран, которые они представляют.



Майкл Депплер,
Директор Европейского департамента

Аналитическое резюме

Перспективы: через финансовую нестабильность — к устойчивому росту

Устойчивые экономические детерминанты должны позволить европейской экономике относительно хорошо выдержать происходящие финансовые потрясения. Если потрясения уменьшатся, последствия для экономического роста будут поддаваться контролю. Благодаря динамичной глобальной экономике, а также в целом обоснованной макроэкономической политике и расширяющейся торговой и финансовой интеграции в Европе сложилась динамичная региональная экономическая система с очевидными дивидендами роста для стран с развитой экономикой и выгодами от конвергенции для стран Европы с формирующимся рынком. Вместе с тем предполагается, что в 2008 году почти во всех странах темпы экономического роста замедлятся.

Продолжительная узость кредитного рынка представляет один из основных рисков ухудшения этой перспективы, особенно для стран с развитой экономикой. Хотя финансовая система в более широком определении продолжает функционировать нормально, денежные и кредитные рынки остаются узкими. Непосредственная подверженность риску и взаимосвязь денежных рисков послужили причиной быстрого распространения финансовых потрясений на страны Европы с развитой экономикой. Недостаток информации о рисках и затруднения, связанные со стоимостной оценкой активов, вызвали падение интереса к проведению операций на денежных рынках, что создало трудности для банков, опирающихся в основном на краткосрочные оптовые ресурсы для финансирования долгосрочных активов. Продолжающаяся ограниченность кредита может негативно сказаться на реальной экономике.

Страны Европы с формирующимся рынком, несмотря на их относительно высокую уязвимость, до сих пор оставались в основном не затронутыми финансовыми потрясениями благодаря своей ограниченной зависимости от межбанковского рынка и сложных финансовых продуктов. Вместе с тем риски возросли и для стран Европы с формирующимся рынком, особенно для тех, которые финансировали крупные дисбалансы по счетам текущих операций за счет займов от иностранных банков. В этом отношении финансовая нестабильность может предвещать полезную корректировку после прошлых излишеств, приближая спреда за риск к экономическим детерминантам, повышая кредитную дисциплину и способствуя сокращению внешних дисбалансов в странах с формирующимся рынком.

Непредвиденная неопределенность, связанная с неустойчивыми кредитными рынками, уложила стоящую перед директивными органами задачу: руководить экономикой таким образом, чтобы поддерживать темпы роста, не допуская перегрева, особенно в странах с развитой экономикой. Хотя до настоящего момента ответная реакция центральных банков была в целом эффективной, им придется и в дальнейшем быть готовыми предоставлять ликвидность для урегулирования системных рисков. В зоне евро и ряде других стран с развитой экономикой вполне обоснованно была занята выжидательная позиция в проведении денежно-кредитной политики, ввиду рисков снижения конъюнктуры, связанных с финансовыми потрясениями. С точки зрения более отдаленной перспективы, базисный прогноз основан на предположении о постепенном ослаблении этих рисков, после чего может возникнуть необходимость в дальнейшем ужесточении политики. Разумеется, если указанные риски станут реальностью и спад приобретет затяжной характер, такой курс потребует пересмотра. В странах с формирующимся рынком инфляционное давление и внешняя уязвимость в этом случае послужит основанием для дальнейшего повышения процентных ставок в центральном сценарии. В ситуациях, когда инструменты денежно-кредитной политики неэффективны или отсутствуют, ужесточение условий придется обеспечивать за счет ограничительной налогово-бюджетной политики. Строгий

банковский надзор будет иметь важнейшее значение во всех странах Европы с формирующимся рынком.

Недавние события подчеркивают необходимость реформы финансового сектора. Они показали, что частные и государственные системы пруденциального регулирования не развивались в соответствии с изменениями в области финансовых нововведений и в будущем должны стать более действенными. Кроме того, тенденция к созданию новых финансовых продуктов, позволяющих использовать пробелы в системах пруденциального регулирования, может вызвать проблемы, и против нее необходимо принять меры предосторожности. Как утверждается в аналитической части настоящего документа, финансовые нововведения были и остаются одним из важных источников улучшения экономических результатов в среднесрочном плане, и их развитие должно поощряться. В то же время для повышения их общей эффективности необходимо тщательно взвешенный пересмотр пруденциальных мер, систем финансовой защиты и механизмов урегулирования кризисов.

Помимо непосредственно происходящих потрясений, Европа сталкивается с проблемами, которые потребуются решить для поддержания достаточно устойчивого роста. Для того чтобы выдерживать давление на расходы, связанные со старением населения, необходимо вновь принять более решительный курс на консолидацию государственных финансов, основанную на сокращении расходов. Для нескольких стран с развитой экономикой это необходимо также потому, что дефициты остаются слишком высокими, чтобы можно было достаточно хорошо справляться с последующими спадами. В странах Европы с формирующимся рынком более решительная консолидация государственных финансов желательна для снижения связанного с конвергенцией давления на спрос и обеспечения защиты от рисков, создаваемых быстро растущей задолженностью частного сектора. При этом консолидация также должна быть нацелена на структурные реформы и дополняться такими реформами, с тем чтобы увеличить предложение и выполнить обязательства по конвергенции доходов, включая меры по ускорению экономической и финансовой интеграции.

В центре анализа: укрепление финансовых систем

Быстрое углубление финансового рынка, нововведения и финансовая интеграция существенно изменили финансовый ландшафт в Европе. Потребители и предприятия получают выгоды от постоянно расширяющегося диапазона возможных вариантов финансирования и инвестирования. Выгоды особенно ярко проявляются в быстрой конвергенции доходов, происходящей во многих странах Европы с формирующимся рынком. Но быстрые финансовые нововведения и интеграция порождают риски и, как стало ясно в период нестабильности, негативные шоки обычно незамедлительно передаются через границы. Что же следует делать директивным органам?

Несмотря на происходящие потрясения, страны с развитой экономикой, тем не менее, должны получить значительные выгоды в виде роста эффективности благодаря дальнейшему расширению диапазона финансовых операций, предлагаемого их финансовыми системами (часть II, глава 1). Конкурентные и более диверсифицированные финансовые системы позволяют более эффективно распределять риски и направлять ресурсы в сектора с высоким потенциалом роста. Страны, наиболее далеко продвинувшиеся в использовании эффектов взаимодополняемости банковского и рыночного финансирования, в целом извлекли из этого выгоду. В большинстве стран необходимы дальнейшие реформы, с тем чтобы создать равные условия для различных форм финансового посредничества и воспользоваться преимуществами их совместного действия.

Однако недавние события предупреждают о том, что финансовые нововведения могут привести к повышению рисков, связанных с пробелами в системах пруденциального регулирования. Впрочем, если рассматривать ситуацию объективно, все традиционные формы финансового посредничества подвергались аналогичным испытаниям и оправились от них, и выгоды от них уже не оспариваются. В качестве ответной реакции на происходящие потрясения участникам рынка и директивным органам необходимо будет разработать защитные механизмы, позволяющие получать эти выгоды, не принимая чрезмерного риска. С этой точки зрения важное значение будет иметь совершенствование моделей оценки рисков, регулирования рыночного риска и риска неликвидности, надлежащей проверки клиентов и прозрачности в отношении процесса предоставления кредитов и риска невыполнения обязательств контрагентом.

Тем временем для большинства стран Европы с формирующимся рынком главная задача заключается в том, чтобы эффективно регулировать быстрое углубление финансовой сферы в контексте конвергенции (часть II, глава 2). Стремительный темп роста кредита и быстрое увеличение задолженности частного сектора во многих из этих стран приводят к повышению рисков и ставят вопросы об устойчивости ситуации. Ограничить этот нарастающий процесс при помощи мер политики невозможно, что подчеркивает значение снижения уязвимости и создания запасов прочности. Эти цели могут быть достигнуты путем устранения бюджетных и иных искажений, влияющих на банковское кредитование, улучшения применения пруденциальных и надзорных мер и содействия более полному раскрытию информации о рисках и пониманию их. В тех случаях, когда конвергенция связана с крупными внешними дисбалансами, среднесрочная задача будет заключаться в том, чтобы урегулировать эти дисбалансы, не прибегая к болезненной корректировке. Это потребует беспрепятственного потока ресурсов на цели производительных инвестиций, особенно в секторе внешнеторговых товаров. Для содействия этому процессу директивным органам необходимо будет укрепить финансовые системы в их странах и повысить гибкость рынков труда и капитала.

Опираясь на успехи, достигнутые в последнее время, все страны Европы с формирующимся рынком могут извлечь значительные выгоды из устойчивого развития своих финансовых систем с точки зрения эффективности, диверсификации рисков и способности адаптироваться к потенциально изменчивым потокам иностранного капитала (часть II, глава 3). Государствам-членам ЕС процесс интеграции предоставляет уникальную возможность ускорить финансовое развитие, так как требования по гармонизации, конкурентное давление и надзорные риски делают дальнейшие комплексные реформы более настоятельно необходимыми. Страны с формирующимся рынком, не входящие в Европейский Союз, должны сосредоточить внимание на укреплении основ финансового развития путем обеспечения низкого и стабильного уровня инфляции, надлежащего качества институтов и верховенства закона. Выгоды принесет также создание эффективно функционирующего рынка государственных ценных бумаг, обеспечение надежного корпоративного управления и защиты прав кредиторов и содействие формированию институциональных инвесторов

Часть I

**Перспективы: через финансовую
нестабильность — к устойчивому росту**

Перспективы: через финансовую нестабильность — к устойчивому росту

Устойчивые базовые экономические детерминанты должны позволить европейской экономике относительно хорошо выдержать потрясения, происходящие на финансовых рынках. Если потрясения уменьшатся, последствия для экономического роста будут поддаваться контролю. Страны Европы с формирующимся рынком до сих пор оставались в основном не затронутыми потрясениями на финансовых рынках. Тем не менее предполагается, что в 2008 году темпы роста должны замедлиться почти во всех странах Европы. Кроме того, неопределенность и риски снижения конъюнктуры повысились, а продолжительное ужесточение условий на кредитных рынках может привести к тому, что темпы роста опустятся ниже базового уровня. Перед директивными органами стоят неотложные задачи: восстановить доверие к основным финансовым рынкам, поддержать активность в реальном секторе и удержать инфляцию на низком уровне. Вместе с тем, в более принципиальном отношении, существует постоянная необходимость в устранении факторов уязвимости и обеспечении устойчивого роста в среднесрочном плане, что требует дальнейшего прогресса в области консолидации государственных финансов, экономической интеграции и структурных реформ.

Устойчивые экономические детерминанты должны способствовать преодолению финансовой нестабильности

В 2007 году экономическая активность оставалась высокой, причем ожидается, что страны зоны евро опередят по темпам роста США и страны Европы с формирующимся рынком, имеющие самые высокие показатели, уступив в темпах роста только развивающимся странам Азии (таблица 1 и рис. 1)¹.

Примечание. Главным автором настоящей статьи является Атанасиос Ваввакидис.

¹В последующем изложении к группе стран Европы с формирующимся рынком относятся Албания, Беларусь, Болгария, Босния и Герцеговина, Венгрия, Латвия, Литва, Македония, БЮР, Мальта, Молдова, Польша, Россия, Румыния, Сербия, Словацкая Республика, Словения, Турция, Украина, Хорватия, Черногория, Чешская Республика и Эстония. Все другие страны Европы включены в группу стран в развитой экономике.

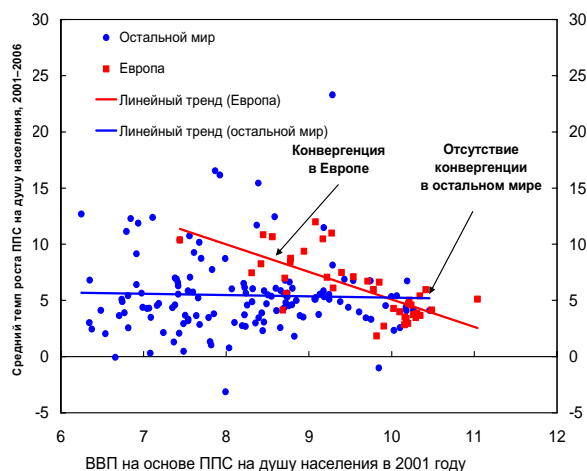
Европа отстает от остального мира по темпам конвергенции, которая происходила значительно быстрее на этом континенте в последние годы (рис. 2). Темпы роста были

Рисунок 1. Европа и остальной мир: рост реального ВВП, 2001-2008 годы (В процентах)



Источник: МВФ, «Перспективы развития мировой экономики».

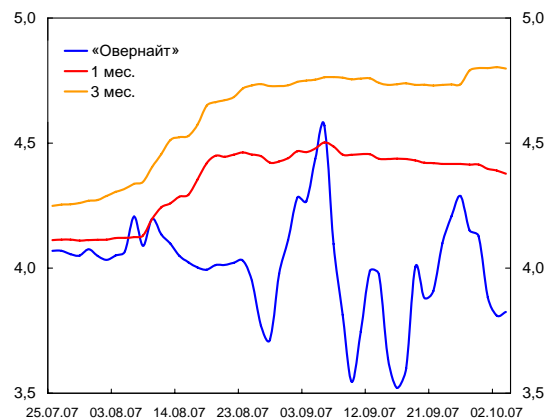
Рисунок 2. Конвергенция в Европе и остальном мире, 2001-2006 годы



Источник: МВФ, «Перспективы развития мировой экономики». Примечание. ППС — паритет покупательной способности.

особенно динамичными в странах Балтии, нескольких государствах-членах Европейского союза (ЕС) в Центральной Европе и странах-производителях нефти, в частности России и Норвегии. В последние годы темпы экономического роста в Европе определялись устойчивым внутренним спросом — в частности,

Рисунок 3. Зона евро: средние межбанковские ставки предложения, 25 июля 2007 – 3 октября 2007 года (В процентах)



Источник: Datastream.

инвестициями, включая активную строительную деятельность, — в сочетании с благоприятной внешней средой. Ограничение заработной платы и реформы рынка труда в странах ЕС с развитой экономикой способствовали созданию рабочих мест, снижению безработицы и повышению доли экономически активного населения. В странах с развитой экономикой инфляция остается под контролем, и, согласно прогнозам, ее среднее значение будет близко к целевому показателю в 2 процента, установленному Европейским Центральным банком (ЕЦБ) и банком Англии, хотя в сентябре она повысилась вследствие роста цен на энергоносители и продовольственные товары. (таблица 1). Однако в большинстве стран с формирующимся рынком, особенно тех, в которых действуют режимы курсовой привязки, инфляция продолжает быть значительно выше этого уровня. В ряде случаев это отражает перегрев экономики.

Финансовая нестабильность, наблюдающаяся в последнее время, ухудшила краткосрочные перспективы. Хотя некоторое замедление темпов роста предполагалось, в настоящее время ожидается, что в 2008 году в большинстве стран произойдет более заметное замедление, как обсуждается в октябрьском 2007 года выпуске *ПРМЭ*. Более низкие прогнозы темпов роста в США и негативные последствия финансовой нестабильности, как предполагается, приведут к временному снижению роста в европейских странах с развитой экономикой. Согласно прогнозу, прямое воздействие на страны Европы с формирующимся рынком будет довольно умеренным, но это замедление роста, как ожидается, будет способствовать началу постепенной корректировки внешних дисбалансов и смягчению давления, связанного с перегревом экономики, который наблюдается в ряде этих стран. Базисный прогноз

основан на допущении о постепенном восстановлении нормального функционирования финансового рынка и состояния ликвидности в предстоящие месяцы.

Причинами быстрого распространения финансовых потрясений на страны Европы с развитой экономикой были прямые риски, связанные с рынком непервоклассных ипотек в США, и взаимосвязь денежных рынков (вставка 1). Ряд европейских банков были подвержены шоку либо напрямую, через свои авуары, либо косвенно, через внебалансовые механизмы специального инвестирования (МСИ или кондуиты). Эти структуры нередко имели обусловленные кредитные линии в банках и получали краткосрочное финансирование путем выпуска коммерческих ценных бумаг. С наступлением кризиса на рынке непервоклассных ипотек отсутствие информации о соответствующих рисках и трудности стоимостной оценки залогового обеспечения вызвали общую несклонность к проведению операций на денежных рынках. Замораживание ликвидности привело к резкому повышению изменчивости ставок денежного рынка (рис. 3). Проблемы ликвидности дополнительно усугублялись общим отходом инвесторов от использования коммерческих ценных бумаг, обеспеченных активами (КБОО), что вынудило банки финансировать базовые активы напрямую.

Денежные и кредитные рынки в странах с развитой экономикой все еще находятся в процессе возврата к нормальным условиям проведения операций, но негативные последствия для отдельных финансовых учреждений до настоящего времени были ограниченными. Цены акций банковского сектора в странах с развитой экономикой свидетельствуют о продолжающейся неопределенности (рис. 4). Двум банкам в Германии, которые понесли прямые убытки от непервоклассных ипотек, пришлось оказать экстренную помощь, а в Соединенном Королевстве пятое по размерам учреждение ипотечного кредитования, которое в существенной степени зависело от ликвидности денежного рынка, столкнулось с массовым изъятием вкладов, потребовавшим вмешательства официальных органов. Некоторые банки и учреждения ипотечного кредитования в других европейских странах также ощутили на себе шок. Однако банки, имеющие крупные розничные сети и диверсифицированные портфели, до настоящего времени не испытали серьезного воздействия. Нескольким крупным европейским банкам пришлось зарегистрировать потери, но суммы, хотя и значительные в абсолютном выражении, по отношению к размерам их балансов до сих пор были незначительными.

Таблица 1. Страны Европы: рост реального ВВП и инфляция ИПЦ, 2006–2008 годы

	Рост реального ВВП			Инфляция ИПЦ		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Европа 1/	3,8	3,7	3,2	3,5	3,3	3,1
Страны Европы с развитой экономикой 1/	2,9	2,7	2,2	2,2	2,0	2,0
Страны Европы с формирующимся рынком 1/ 2/	6,6	6,3	5,7	7,2	6,8	6,0
Европейский союз 1/	3,2	3,0	2,5	2,3	2,3	2,3
Зона евро	2,8	2,5	2,1	2,2	2,0	2,0
Австрия	3,3	3,3	2,5	1,7	1,9	1,9
Бельгия	3,0	2,6	1,9	2,3	1,8	1,8
Финляндия	5,0	4,3	3,0	1,3	1,5	1,8
Франция	2,0	1,9	2,0	1,9	1,6	1,8
Германия	2,9	2,4	2,0	1,8	2,1	1,8
Греция	4,3	3,9	3,6	3,3	3,0	3,2
Ирландия	5,7	4,6	3,0	2,7	2,5	2,1
Италия	1,9	1,7	1,3	2,2	1,9	1,9
Люксембург	6,2	5,4	4,2	2,7	2,2	2,2
Нидерланды	3,0	2,6	2,5	1,7	2,0	2,2
Португалия	1,3	1,8	1,8	3,0	2,5	2,4
Словения	5,7	5,4	3,8	2,5	3,2	3,1
Испания	3,9	3,7	2,7	3,6	2,5	2,8
Другие страны ЕС с развитой экономикой						
Дания	3,5	1,9	1,5	1,9	1,9	2,0
Швеция	4,2	3,6	2,8	1,5	1,9	2,0
Соединенное Королевство	2,8	3,1	2,3	2,3	2,4	2,0
Страны – новые члены ЕС 1/	6,4	6,1	5,2	3,2	3,9	4,0
Болгария	6,1	6,0	5,9	7,3	8,2	7,9
Кипр	3,8	3,8	3,7	2,5	2,0	2,4
Чешская Республика	6,4	5,6	4,6	2,5	2,9	4,4
Венгрия	3,9	2,1	2,7	3,9	7,6	4,5
Мальта	3,3	3,2	2,6	2,6	0,6	2,0
Польша	6,1	6,6	5,3	1,0	2,2	2,7
Румыния	7,7	6,3	6,0	6,6	4,3	4,8
Словацкая Республика	8,3	8,8	7,3	4,4	2,4	2,0
Эстония	11,2	8,0	6,0	4,4	6,0	7,0
Латвия	11,9	10,5	6,2	6,5	9,0	8,9
Литва	7,5	8,0	6,5	3,8	5,2	4,6
Страны с развитой экономикой, не входящие в ЕС						
Исландия	2,6	2,1	-0,1	6,8	4,8	3,3
Израиль	5,2	5,1	3,8	2,1	0,5	2,5
Норвегия	2,8	3,5	3,8	2,3	0,8	2,5
Швейцария	3,2	2,4	1,6	1,0	1,0	1,0
Другие страны с формирующимся рынком						
Албания	5,0	6,0	6,0	2,4	2,5	3,3
Беларусь	9,9	7,8	6,4	7,0	8,1	10,0
Босния и Герцеговина	6,0	5,8	6,5	7,5	2,5	1,9
Хорватия	4,8	5,6	4,7	3,2	2,3	2,8
БЮР Македония	3,0	5,0	5,0	3,2	2,0	3,0
Молдова	4,0	5,0	5,0	12,7	11,2	8,9
Россия	6,7	7,0	6,5	9,7	8,1	7,5
Сербия	5,7	6,0	5,0	12,7	6,4	8,8
Турция	6,1	5,0	5,3	9,6	8,2	4,6
Украина	7,1	6,7	5,4	9,0	11,5	10,8

Источник: МВФ, «Перспективы развития мировой экономики».

1/ Средние значения, взвешенные по ВВП на основе паритета покупательной способности.

2/ Черногория еще не включена в базу данных издания «Перспективы развития мировой экономики».

Вставка 1. Почему обвал на рынке непервоклассных ипотек США отразился на Европе?

Происходившие в последнее время потрясения на финансовых рынках являются беспрецедентными в нескольких отношениях. В отличие от других региональных или глобальных экономических кризисов последних десятилетий, эти потрясения зародились в странах с развитой экономикой и оказали воздействие на их финансовые рынки, причем за пределами США они особенно сказались на Европе — в значительно большей степени, чем на других странах, включая страны с формирующимся рынком, которые обычно считаются более уязвимыми. Это — первое испытание, которому подверглись структурированные финансы и связанные с ним кредитные производные и инструменты, обращающиеся на глобальном рынке. Возникший шок привел к истощению ликвидности на обычно высоколиквидных межбанковских денежных рынках в нескольких странах.

Источником этого шока была переоценка риска на рынке непервоклассных ипотек в США и ее последствия для установления цен на сложные производные инструменты во всем мире¹. В первой половине 2007 года несколько европейских банков, имеющих открытые позиции на рынке непервоклассных ипотек США, начали представлять отчеты, отражающие значительное увеличение резервов на покрытие возможных убытков по безнадежным ссудам. В июле и начале августа обеспокоенность по поводу качества кредитов на рынке непервоклассных ипотек под залог недвижимости в США перешла в обеспокоенность относительно коммерческих ценных бумаг, обеспеченных активами (КБОА), которые использовались для финансирования обеспеченных залогом долговых обязательств. Как результат, финансовые учреждения начали сокращать свои запасы соответствующих активов.

Несколько крупных европейских банков оказались подверженными воздействию этого шока — либо напрямую, как держатели КБОА, либо косвенно, через компании-кондуиты и механизмы структурированного инвестирования, имевшие запасы таких же активов и получившие открытые кредитные линии в банках². Операции на рынке КБОА внезапно остановились, и затронутые банки вынуждены были подключиться, предоставляя финансирование, что вызвало сокращение ликвидности на глобальном денежном рынке через межбанковский рынок. Затем возникла обеспокоенность по поводу того, что кондуитам придется брать дополнительные средства у банков, в которых им открыты кредитные линии, и, в некоторых случаях, они будут вынуждены продавать активы на сокращающихся рынках. Отдельные сегменты денежных и своповых рынков фактически прекратили функционировать, так как сделки не принимались ввиду неопределенности цен.

Неопределенность размера и масштаба потерь усилила воздействие шока. Многие компании-кондуиты, которые инвестировали средства в ценные бумаги, связанные с непервоклассными ипотеками, полагались на рейтинговые агентства в оценке рисков, связанных с базовыми долгосрочными активами, получая при этом краткосрочное финансирование с использованием КБОА. Когда несклонные к риску инвесторы в КБОА, большинство из которых представляли собой фонды денежного рынка, забеспокоились по поводу своих неопределенных рисков, связанных со спадом на рынке непервоклассных ипотек, рынок КБОА иссяк. Поскольку банки были обязаны предоставлять ликвидные средства своим кондуитам и испытывали подозрения относительно подверженности их конкурентов риску со стороны кондуитов КБОА, доверие резко снизилось, и ликвидность на межбанковском денежном рынке и в финансовой системе сократилась. Кроме того, банки, подвергающиеся риску, связанному с неспособностью размещать ролloverные выпуски КБОА в будущем, начали из предосторожности накапливать денежные резервы, что еще больше сокращало ликвидность на рынке. Удержание ликвидности и занятая инвесторами и банками позиция «поживем — увидим» и «бегство в качество» отразились на других классах активов, например долговых обязательств, выпускаемых при приобретении компаний за счет заемных средств, которые также зависят от банков в плане финансирования.

В Европе эта проблема усугублялась зависимостью многих европейских компаний-кондуитов от финансирования в долларах США. Так как банки США были несклонны предоставлять ликвидность европейским заемщикам с неопределенным риском, дефицит финансирования в долларах США распространился на европейский денежный рынок. Эта проблема осложнялась зависимостью многих финансовых фирм от валютного свопового рынка, который опосредуется в долларах США.

¹В осеннем 2007 года выпуске «Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности» (IMF, 2007a) содержится широкое обсуждение вопросов, касающихся эволюции финансовых потрясений и выводов для экономической политики.

²Механизмы КБОА (или кондуиты), как правило, обеспечены кредитными линиями в банках. Примерно 90 процентов из них имеют доступ к банковским кредитным линиям в размере 100 процентов их активов.

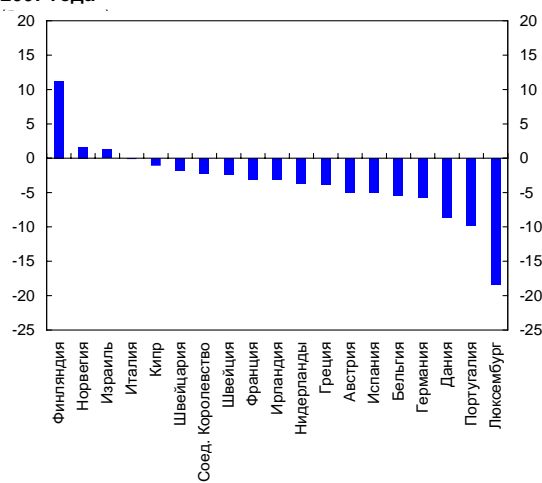
Примечательно то, что странам Европы с формирующимся рынком до настоящего времени хорошо удавалось справляться с потрясениями, несмотря на их уязвимость, связанную с быстрым ростом кредита и, в ряде случаев, высоким внешним долгом. Представляется, что помимо перспектив продолжающегося быстрого роста, защиту от финансовых потрясений до сих пор обеспечивали и другие факторы. Благодаря высокому спросу на первоклассные займы в последние годы необходимость в поисках прибыли от более рискованных активов была ограниченной, и прямая подверженность рискам по КБОА практически отсутствовала. Риски, связанные со сложными финансовыми продуктами, были существенно ниже, чем в странах с развитой экономикой, межбанковские рынки были относительно узкими, и в некоторых странах валютный курс играл более важную роль в механизме передачи воздействия денежно-кредитной политики. Первоначально условия денежного рынка в ряде стран были заметно ужесточены, а плавающие валютные курсы подверглись давлению, особенно в Турции, Венгрии и Румынии. Однако эта напряженность быстро спала, за исключением России, где трудности с получением ликвидности, испытываемые некоторыми банками, затянулись, и Румынии, где давление на валютный курс продолжалось. Страны, использующие режим курсовой привязки, до настоящего времени испытывали меньшее воздействие, чем страны с режимом плавающего курса. В ряде других стран (наиболее заметно — в Турции и Польше) показатели фондовых рынков первоначально резко упали, но с тех пор вновь повысились (рис. 5). Вместе с тем в большинстве стран с формирующимся рынком, особенно в Сербии, Украине и Хорватии, спреды процентных ставок по внешним кредитам оставались более широкими (рис. 6).

Продолжительное ужесточение условий кредитного рынка может усугубить риск снижения роста

Нестабильность на финансовых рынках повысила риски снижения конъюнктуры. Помимо рисков, которые уже существовали в течение определенного времени, включая риск неупорядоченной корректировки глобальных дисбалансов, изменения цен на энергоресурсы и биржевые товары и политическую неопределенность в отдельных странах Европы с формирующимся рынком, продолжительное ухудшение финансовых условий может привести к тому, что показатели европейской экономики опустятся ниже базисных прогнозов. Кроме того,

финансовая нестабильность повысила риск деструктивной корректировки глобальных дисбалансов.

Рисунок 4. Изменение фондовых котировок банковского сектора, 25 июля 2007 года – 3 октября 2007 года



Источник: Datastream.

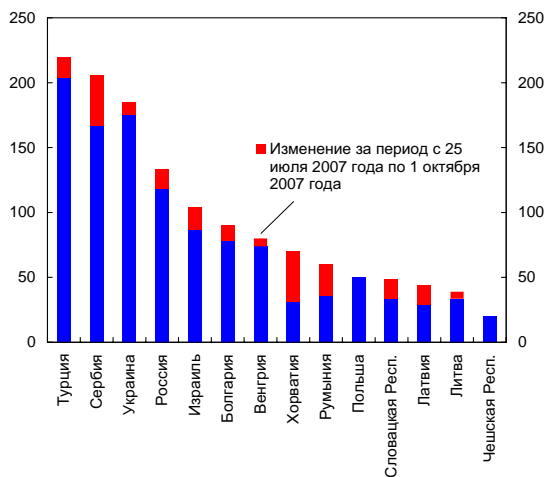
Представляется, что страны с развитой экономикой особенно уязвимы по отношению к эффектам утраты доверия и узости кредитного рынка. Более резкое замедление темпов роста экономики США привело бы к сокращению экспорта, но этот эффект, вероятно, носил бы относительно ограниченный характер, при условии, что он не был бы связан с неупорядоченной корректировкой глобальных дисбалансов и дальнейшим резким повышением курса евро. Более важно то, что продолжительное ухудшение предпринимательских и потребительских

Рисунок 5. Суточные индексы фондового рынка, январь 2005 года – октябрь 2007 года



Источник: Datastream.

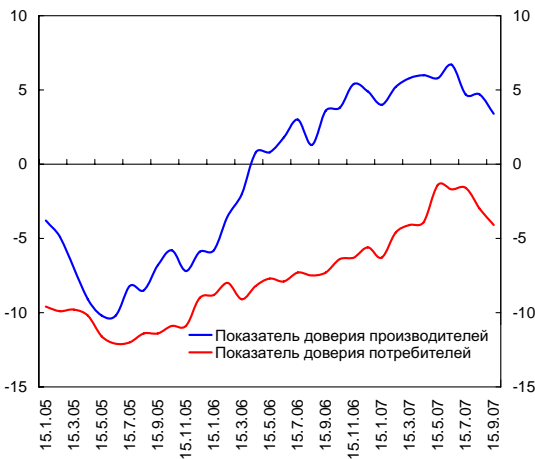
Рисунок 6. Спреды по суверенным облигациям, 25 июля 2007 года – 1 октября 2007 года
(В базисных пунктах)



Источники: Bloomberg L.P.; расчеты персонала МВФ.

настроений, существенно пострадавших от финансовой нестабильности (рис. 7), ослабило бы внутренний спрос. Что касается жестких условий кредита, то они в наибольшей степени затронули бы заимствование корпораций на цели инвестиций и строительной деятельности в секторе жилья. В этом последнем случае наибольшему риску подверглись бы страны, в которых наблюдался быстрый прирост цен на жилье в последние годы (в частности, Бельгия, Ирландия, Испания, Нидерланды, Соединенное Королевство и Франция). Наряду со снизившейся прибыльностью, сокращение спроса на секьюритизированные активы могло бы вызвать расширение банковских балансов и ограничить инвестиционные позиции. Такой сценарий мог бы привести к продолжительному ужесточению условий кредита с понижательным воздействием на внутренний спрос.

Рисунок 7. Показатели доверия в ЕС-27, январь 2005 года – сентябрь 2007 года



Источник: Европейская комиссия.

Страны Европы с формирующимся рынком испытывали бы двойное воздействие: общий рост нежелания идти на риск и снижение внешнего спроса. Продолжительное ухудшение финансовых условий на развитых рынках могло бы привести к сокращению кредитов странам с формирующимся рынком, особенно если бы материнские банки произвели переоценку своих рисков в странах Европы с формирующимся рынком. Первыми ощутили бы воздействие жестких условий кредита ипотечные рынки и рынки жилья, так как в ряде стран с формирующимся рынком в последние годы наблюдался резкий рост цен на жилье, иногда подпитываемый значительным внешним заимствованием. Но даже в такой ситуации для значительного увеличения бремени обслуживания долга в большинстве стран Европы с формирующимся рынком потребовалось бы существенное общее повышение премий за риск: согласно оценкам персонала МВФ, повышение процентных ставок на 100 базисных пунктов (что значительно больше прироста, наблюдавшегося до сих пор) привело бы к увеличению бремени обслуживания внешнего долга в среднем на 0,4 процента ВВП. Однако страны с более высокими уровнями долга частного сектора (по большей части с переменными процентными ставками), такие как Болгария, Венгрия, Латвия, Хорватия и Эстония, были бы затронуты в большей степени. Что касается второго фактора, замедление роста в европейских странах с развитой экономикой нанесло бы ущерб экспорту в страны Европы с формирующимся рынком, ухудшив краткосрочные перспективы роста. Совместное действие этих факторов могло бы создать особо острые проблемы корректировки для стран, имеющих крупные дефициты по счетам текущих операций (включая государства Балтии и ряд стран Юго-Восточной Европы).

С положительной стороны, финансовая нестабильность может предвещать полезную корректировку после прошлых излишеств, укрепляя тем самым основы для будущего роста. Рынки активов имеют тенденцию к излишне острой ответной реакции, особенно когда одним из ключевых факторов является недостаток информации, как в нынешнем случае. В то время как некоторые рынки по-прежнему находятся в состоянии стресса, другие продолжают функционировать нормально, что позволяет предположить, что воздействие на реальную экономику может быть ограниченным. Рыночные потрясения могут привести в движение процесс, который приблизит спреды за риск и цены на активы к экономическим детерминантам, повысит кредитную дисциплину и постепенно снизит внешние дисбалансы в странах с формирующимся рынком.

Директивные органы сталкиваются с непредвиденной неопределенностью

Финансовая нестабильность усложнила стоящую перед директивными органами задачу: руководить экономикой их соответствующих стран таким образом, чтобы поддерживать темпы роста, не допуская перегрева, особенно в странах с развитой экономикой. Денежно-кредитной политике предстоит тщательно сбалансировать ответную реакцию на нарушения в области ликвидности с одновременным обеспечением защиты против усиления инфляционного давления. Кроме того, из текущего эпизода нестабильности необходимо будет извлечь уроки для политики в отношении финансового сектора. Тем временем, в ряде стран Европы с формирующимся рынком доминирующей проблемой экономической политики остается преодоление инфляционного давления и уязвимости.

Представляется, что действия центральных банков до настоящего момента были эффективными, успокаивая рыночные настроения, но некоторые денежные рынки остаются узкими. Хотя ставки денежного рынка по ссудам «овернайт» снизились после интервенций центральных банков, нормализация ставок финансирования на срок от одного до трех месяцев требует более длительного времени (рис. 3). Большинство основных европейских центральных банков отреагировали на финансовые потрясения путем поддержки ликвидности денежного рынка и предоставления кредитов под залоговое обеспечение, связанное с большим риском, включая ипотеки. С начала августа ЕЦБ несколько раз производил крупные вливания ликвидности в денежный рынок. Банк Англии предлагал ресурсы на срок свыше одного месяца после массового изъятия вкладов из ипотечного банка в конце сентября, хотя ни одной заявки на эти средства не поступило. Банк России представлял ликвидность во время шока, чтобы содействовать возвращению к бесперебойному функционированию денежного рынка.

Кроме того, европейские центральные банки пересматривают курс своей денежно-кредитной политики с учетом вероятного воздействия более жестких условий кредита на рост и инфляцию. В начале сентября ЕЦБ поддерживал ставку интервенции на постоянном уровне, хотя до того он оповестил о своем намерении повысить ставки. Центральный банк Турции перенес сокращение ставки интервенции на сентябрь, отметив, что нестабильность может снизить внешний и внутренний спрос. В Венгрии внутренние факторы заставили центральный банк снизить процентные ставки. Однако центральные банки Норвегии, Швеции и Швейцарии повысили процентные ставки в ответ на продолжающийся активный

внутренний спрос и возникающие ограничения, определяемые наличной производственной мощностью. Аналогичным образом, обеспокоенность относительно инфляционного давления побудила центральные банки Польши и Чешской Республики в конце августа повысить процентные ставки.

Для того чтобы контролировать ситуацию в существующих условиях неопределенности, центральным банкам необходимо и в дальнейшем быть готовыми предоставлять денежным рынкам поддержку ликвидности по мере необходимости, продолжая ставить инфляцию и реальную экономику во главу угла политики процентных ставок. Поддержка ликвидности должна быть направлена на обеспечение бесперебойного функционирования денежных рынков, а проблемы отдельных учреждений необходимо разрешать таким образом, чтобы свести до минимума моральный риск. В зоне евро вполне обоснованно была занята выжидательная позиция в проведении денежно-кредитной политики, ввиду рисков снижения конъюнктуры, связанных с финансовыми потрясениями. С точки зрения более отдаленной перспективы, базисный прогноз основан на предположении о постепенном ослаблении этих рисков, и тогда может возникнуть необходимость в дальнейшем ужесточении политики. Разумеется, если указанные риски станут реальностью и экономический спад приобретет затяжной характер, такой курс потребует пересмотра. В Соединенном Королевстве и других странах Европы с развитой экономикой органам денежно-кредитного регулирования необходимо будет руководствоваться аналогичными факторами.

Что касается политики в отношении финансового сектора, недавние события показывают, что частные и государственные системы пруденциального регулирования не развивались в соответствии с изменениями в области финансовых нововведений и в будущем они должны стать более действенными. Как утверждает в аналитической части настоящего *ППРЭ*, финансовые нововведения являются одним из важных источников улучшения экономических результатов в среднесрочном плане, и потому их развитие должно допускаться и, более того, поощряться. Однако новые финансовые продукты часто позволяют использовать пробелы в существующих механизмах пруденциального регулирования, что может создать проблемы. Поэтому, как обсуждается в октябрьском 2007 года выпуске «Доклада о глобальной финансовой стабильности», необходим сбалансированный пересмотр этих механизмов с упором на улучшение прозрачности и повышение эффективности финансового регулирования. Кроме того, недавние потрясения на рынках привлекли внимание к необходимости обеспечить эффективные

системы финансовой защиты и быстродействующие механизмы урегулирования кризисов.

Тем временем в странах Балтии и Юго-восточной Европы директивным органам необходимо будет сосредоточить усилия на обеспечении плавного снижения экономической конъюнктуры. Страны с режимами плавающих курсов могли бы проводить дополнительное повышение процентных ставок, по мере необходимости, для ограничения инфляционного давления. Ограничительная налогово-бюджетная политика также должна будет сыграть свою роль, которая будет решающей в странах с фиксированными валютными курсами (например, государств Балтии и Болгарии) или жестко регулируемые плавающими курсами (например, Хорватии). Во всех странах Европы с формирующимся рынком строгий банковский надзор будет иметь важнейшее значение для регулирования быстро расширяющихся балансов.

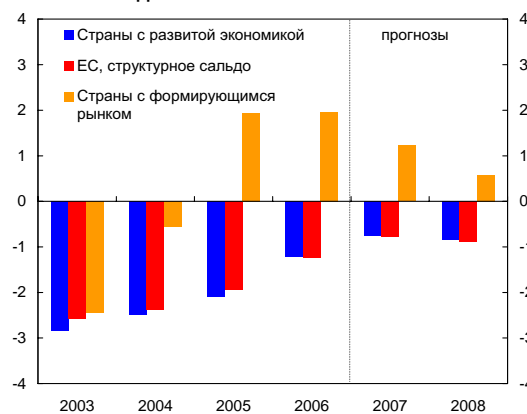
Реформы имеют решающее значение для поддержания роста

Для того чтобы снизить уязвимость и улучшить среднесрочные перспективы экономического роста, Европе необходимо продолжать бюджетную корректировку и активно проводить структурные реформы. Консолидация государственных финансов, проводившаяся в последнее время, обеспечила определенные прорывы, однако во многих странах с развитой экономикой и формирующимся рынком дефициты остаются слишком высокими, чтобы можно было достаточно уверенно преодолевать шоки и обеспечивать устойчивость, учитывая давление на расходы, связанное со старением населения. Структурные реформы принесли плоды, однако в среднем странам Европы с развитой экономикой все еще не удастся добиться заметного прогресса в преодолении трансатлантического разрыва в уровне ВВП на душу населения. Тем не менее страны Европы, достигшие наибольших успехов, продемонстрировали, что комплексные реформы приносят очевидные дивиденды. Страны Европы с формирующимся рынком значительно продвинулись вперед по сравнению со странами с развитой экономикой, но с точки зрения динамики за десятилетие их результаты не столь высоки, как у более успешных стран из той же группы, особенно в Азии, а факторы уязвимости выше. Для стран Европы с формирующимся рынком важнейшее значение будет иметь обеспечение более высокого потенциала экономического роста, ожидаемого инвесторами.

В налогово-бюджетной политике необходимо вернуться на курс консолидации

Ожидается, что консолидация государственных финансов, которая в 2004–2006 годы проводилась достаточно высокими темпами, в 2007–2008 годы замедлится (рис. 8 и таблица 3). Несмотря на благоприятные

Рисунок 8. Регионы Европы: сальдо бюджета сектора государственного управления, 2003–2008 годы



Источник: МВФ, «Перспективы развития мировой экономики».

перспективы, налогово-бюджетная политика в половине европейских стран должна ослабнуть, а в большинстве остальных стран темпы консолидации государственных финансов замедлятся. По большей части эти тенденции отражают политику, в рамках которой обусловленные циклическими факторами и, следовательно, временные, доходы позволяли либо снижать темп корректировки, либо повышать расходы. В нескольких случаях результатом было ухудшение бюджетных сальдо уже в 2006 году (Сербия, Венгрия, Румыния и Словацкая Республика). В зоне евро консолидация государственных финансов в 2007 году продолжалась, но, по прогнозу, в 2008 году прекратится в большинстве стран. Например, Италия и Франция продвигаются вперед в сокращении налогов и откладывают сроки дальнейшей консолидации. Норвегия и Россия урегулируют крупные, связанные с ценами на нефть профициты, частично обращая вспять предшествующую консолидацию. На другом краю диапазона Венгрия, имеющая самый крупный дефицит в Европе, как ожидается, должна провести значительную бюджетную корректировку.

Для проведения консолидации государственных финансов имеются веские основания.

- Образуется более широкое бюджетное пространство для урегулирования возможных значительных спадов, что имеет особое значение в ряде стран с развитой

Таблица 2. Страны Европы: сальдо по внешним операциям и сальдо гос. финансов, 2006–2008 годы

	Отношение сальдо счета текущих операций к ВВП			Отношение сальдо сектора госуд. управления к ВВП		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Европа 1/	0,4	-0,2	-0,5	-0,4	-0,2	-0,5
Страны Европы с развитой экономикой 1/	0,5	0,2	0,0	-1,2	-0,8	-0,8
Страны Европы с формирующимся рынком 1/ 2/	0,1	-1,9	-2,9	2,0	1,2	0,6
Европейский союз 1/	-0,7	-1,0	-1,2	-1,8	-1,2	-1,2
Зона евро	0,0	-0,2	-0,4	-1,6	-0,9	-1,1
Австрия	3,2	3,7	3,7	-1,2	-0,8	-0,6
Бельгия	2,0	2,5	2,5	0,1	-0,2	-0,2
Финляндия	5,2	5,0	5,0	3,7	4,3	3,8
Франция	-1,2	-1,6	-1,8	-2,5	-2,5	-2,7
Германия	5,0	5,4	5,1	-1,6	-0,2	-0,5
Греция	-9,6	-9,7	-9,6	-2,1	-2,1	-1,9
Ирландия	-4,2	-4,4	-3,3	2,9	0,8	0,2
Италия	-2,4	-2,3	-2,2	-4,4	-2,1	-2,3
Люксембург	10,6	10,5	10,3	0,1	0,4	0,4
Нидерланды	8,6	7,4	6,7	0,7	-0,6	0,5
Португалия	-9,4	-9,2	-9,2	-3,9	-3,3	-2,4
Словения	-2,5	-3,4	-3,1	-0,8	-0,9	-1,1
Испания	-8,6	-9,8	-10,2	1,8	1,4	0,8
Другие страны ЕС с развитой экономикой						
Дания	2,4	1,3	1,3	4,7	3,9	3,8
Швеция	7,2	6,0	5,7	2,1	2,3	2,2
Соединенное Королевство	-3,2	-3,5	-3,6	-2,7	-2,5	-2,3
Страны – новые члены ЕС 1/	-6,0	-7,2	-7,7	-3,4	-2,8	-2,4
Болгария	-15,8	-20,3	-19,0	3,5	3,0	2,5
Кипр	-5,9	-5,5	-5,6	-1,4	-1,0	-0,6
Чешская Республика	-3,1	-3,4	-3,5	-3,4	-3,8	-3,2
Венгрия	-6,5	-5,6	-5,1	-9,1	-6,2	-4,2
Мальта	-6,1	-9,4	-8,2	-2,4	-2,0	-1,9
Польша	-2,3	-3,7	-5,1	-3,9	-2,7	-2,9
Румыния	-10,3	-13,8	-13,2	-1,7	-2,8	-2,1
Словацкая Республика	-8,3	-5,3	-4,5	-3,4	-2,7	-2,3
Эстония	-15,5	-16,9	-15,9	3,3	3,0	2,0
Латвия	-21,1	-25,3	-27,3	-0,4	0,8	0,6
Литва	-10,9	-14,0	-12,6	-1,2	-1,9	-1,0
Страны с развитой экономикой, не входящие в ЕС						
Исландия	-27,3	-11,6	-6,0	5,3	3,2	-1,3
Израиль	5,6	3,7	3,2	-1,8	-3,4	-2,8
Норвегия	16,4	14,6	15,1	18,0	15,2	15,9
Швейцария	15,1	15,8	15,0	0,8	0,6	-0,3
Другие страны с формирующимся рынком						
Албания	-5,9	-7,4	-6,5	-3,2	-3,9	-3,9
Беларусь	-4,1	-7,9	-8,1	0,5	0,5	0,5
Босния и Герцеговина	-11,5	-15,3	-15,0	3,0	-0,5	-0,9
Хорватия	-7,8	-8,4	-8,8	-3,0	-2,6	-2,3
БЮР Македония	-0,4	-2,8	-5,9	-0,5	-1,0	-1,5
Молдова	-12,0	-8,0	-7,3	0,3	-0,5	-0,5
Россия	9,7	5,9	3,3	8,4	6,4	4,4
Сербия	-11,5	-14,7	-15,0	-1,4	-2,3	-2,1
Турция	-7,9	-7,5	-7,0	0,2	-0,8	-0,5
Украина	-1,5	-3,5	-6,2	-1,4	-1,8	-2,5

Источник: МВФ, «Перспективы развития мировой экономики».

1/ Средневзвешенное значение. Сальдо государственного бюджета, взвешенное по ВВП на основе паритета покупательной способности; сальдо счета внешнеэкономических операций, взвешенное по ВВП в долларах.

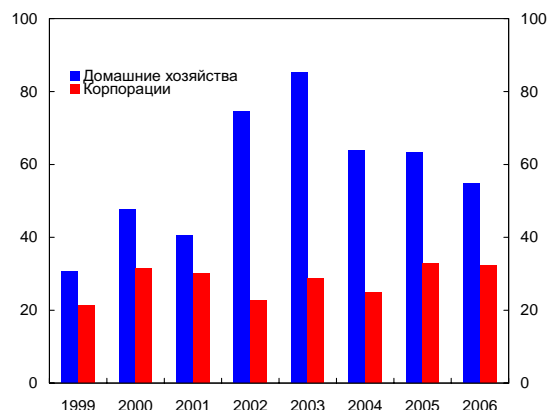
2/ Черногория еще не включена в базу данных издания «Перспективы развития мировой экономики».

Рисунок 9. Страны Европы с формирующимся рынком: денежно-кредитные условия, 2000–2006 годы



Источник: МВФ, «Международная финансовая статистика»: расчеты персонала.
 1/ Правило Тейлора определяется как сумма разрыва между потенциальным и фактическим объемом производства, равновесной процентной ставки (принимаемой равной потенциальному темпу роста, оцениваемому с использованием фильтра Ходрика-Прескотта), ожидаемой инфляции (принимаемой равной фактической инфляции в последние три года) и инфляционного разрыва за вычетом целевого показателя инфляции, который принимается равным 2 процентам от целевого показателя ЕЦБ плюс 1,5 процента за счет эффектов Балашши-Самуэльсона). На графике показано среднее значение по всем странам Европы с формирующимся рынком.
 2/ ИДКУ — индекс денежно-кредитных условий (равный 100 в 2000 году), который представляет собой взвешенную сумму изменений реальной процентной ставки по кредитам и реальных эффективных валютных курсов. На графике показано среднее значение по всем странам Европы с формирующимся рынком.

Рисунок 10. Страны Европы с формирующимся рынком: рост кредита, 1999–2006 годы (В процентах)



Источник: центральные банки стран.

экономикой. В зоне евро приверженность достижению конкретных среднесрочных целей к 2010 году заслуживает одобрения, но странам, которые существенно отстают в достижении этих целей, необходимо повысить темпы корректировки по сравнению с существующими намерениями.

- Смягчится связанное с конвергенцией давление со стороны спроса в странах Европы с формирующимся рынком. Несмотря на попытки ужесточения, в ряде стран Европы с формирующимся рынком денежно-

кредитные условия являются слабыми, так как во многих странах крупные притоки капитала преобладают над денежно-кредитной политикой, особенно в странах, где ее использование ограничено режимами курсовой привязки (рис. 9). Как результат, ужесточение денежно-кредитной политики практически не способствует ограничению роста внутреннего кредита (см. рис. 10). Для того чтобы нейтрализовать избыточный спрос частного сектора, ограничительная налогово-бюджетная политика должна выходить за пределы лишь циклической стабилизации. В этой связи директивным органам надлежит устранить обусловленные налогообложением искажения, которые способствовали стремительному росту кредита.

- Будет обеспечена страховка от рисков, создаваемых внешней уязвимостью, которая порождается частным сектором. Хотя общее состояние счета текущих операций в Европе близко к равновесию, за ним скрывается беспрецедентная дисперсия, причем в странах Балтии, Греции, Испании, Португалии и большинстве стран с формирующимся рынком в Юго-восточной Европе наблюдаются крупные дефициты (рис. 11 и таблица 2). Значительная доля этих дефицитов финансируется за счет займов от иностранных банков, что повышает внешнюю задолженность в нескольких странах до уровней, существенно превышающих соответствующие уровни в странах с формирующимся рынком за пределами Европы (рис. 12). Учитывая риск внешних шоков, как не связанных со страновыми экономическими детерминантами, так и связанных с ними, осмотрительность требует создания запасов прочности, позволяющих компенсировать растущий недостаток сбережений в частном секторе за счет увеличения государственных сбережений.

- Будет уменьшена обеспокоенность относительно устойчивости бюджета в ряде стран с формирующимся рынком (например, в Венгрии, Польше и Чешской Республике) и снижено давление на расходы в связи со старением населения во всех странах Европы. Учитывая, что в большинстве стран налоговое бремя уже достаточно высоко, реформирование расходов, по-видимому, является единственным возможным вариантом консолидации. Представляется, что во многих странах для обеспечения долгосрочной устойчивости систем социального обеспечения и здравоохранения необходимы дальнейшие реформы.

При том что базисный прогноз все еще является благоприятным для стран с развитой экономикой и динамичным для стран Европы с формирующимся рынком, продолжение консолидации государственных финансов, создающей возможность для полноценного действия

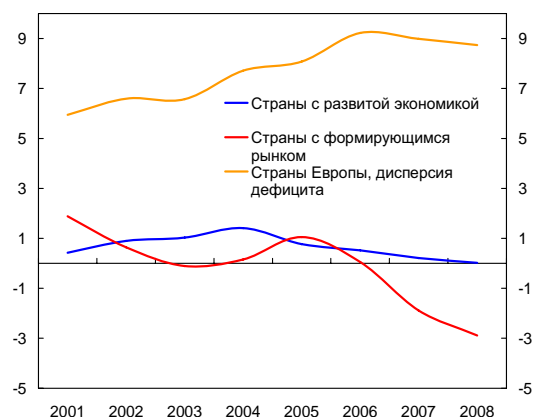
автоматических стабилизаторов, едва ли приведет к ухудшению краткосрочного прогноза и является весьма целесообразным с точки зрения улучшенных среднесрочных перспектив, которые оно открывает.

Экономическая интеграция и структурная реформа — пути к улучшению результатов

Продолжающаяся экономическая интеграция должна принести Европе значительные выгоды. Хотя недавние финансовые потрясения подчеркивают, что финансовая интеграция сопряжена также с определенными рисками, нет сомнений в том, что Европа существенно выигрывает от происходящего многостороннего процесса экономической интеграции (вставка 2). Основными ее каналами являются торговая интеграция, имеющая долгую историю в ЕС; финансовая интеграция, ускорившаяся за последнее десятилетие; и трансграничная миграция рабочей силы, которая также возрастает. Имеются убедительные свидетельства того, что экономическая интеграция приводит к повышению уровня жизни в Европе. Европейские страны с формирующимся рынком стали наиболее быстро растущим рынком в Европе, и, по некоторым оценкам, в последние годы их вклад в темпы роста стран с развитой экономикой составлял от 0,2 до 0,4 процента ежегодно. Финансовая интеграция также играет ключевую роль в конвергенции доходов стран Европы с формирующимся рынком (часть II, глава 2). При том что большинству стран с формирующимся рынком предстоит проделать долгий путь, чтобы достичь интеграции, значительные экономические выгоды — все еще дело будущего.

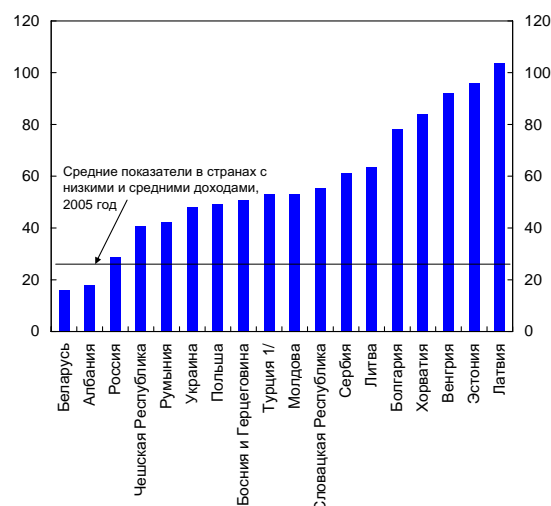
Для того чтобы полностью воспользоваться выгодами от интеграции и снизить уязвимость к шокам, странам Европы необходимо продолжать структурные реформы, опираясь на прогресс, достигнутый в последнее время. Структурная жесткость Европы остается ее ахиллесовой пятой, препятствуя экономическому росту и задерживая и усложняя адаптацию к шокам. Экономический подъем в Германии начался лишь после пятилетнего периода медленного роста и серьезных реформ, а в Португалии значительные реформы, предпринимаемые этой страной в связи с возобновлением попыток ускорить конвергенцию, которая ослабла в конце 1990-х годов, пока еще не принесли отдачу. В последние годы структурные реформы продвинулись вперед в большинстве европейских стран, но для многих из них разрывы с остальным миром остаются значительными (таблица 3). Реформы рынка труда в странах с развитой экономикой повысили коэффициенты занятости, а недавнее обновление Лиссабонской программы ЕС является отрядным событием. Заслуживает одобрения также решительный план структурных реформ во

Рисунок 11. Регионы Европы: отношение сальдо счета текущих операций к ВВП, 2003–2008 годы
(В процентах)



Источник: МВФ, «Перспективы развития мировой экономики».

Рисунок 12. Внешний долг, 2006 год
(В процентах ВВП)



Источники: центральные банки стран; расчеты персонала МВФ. 1/ В процентах ВВП.

Франции. Но необходимы дальнейшие шаги, направленные на сужение налогового клина и ослабление чрезмерно жестких норм защиты занятости, а также повышения уровня конкуренции на рынке услуг путем реализации Директивы ЕС по сектору услуг². Большое значение будут иметь также финансовая интеграция и дальнейшие реформы финансовых систем (часть II, глава 1).

² Директива в отношении сектора услуг направлена на создание свободного рынка услуг в Европейском Союзе.

Вставка 2. Экономическая интеграция в Европе

Хотя основы экономической интеграции в Европе были заложены при подписании Римского договора в 1957 году, крах коммунизма и расширение ЕС придали ей большое ускорение, вовлекая в нее все больше стран, которые (пока еще) не являются членами ЕС¹. В последние годы экономическая интеграция в Европе, уже продвинувшаяся значительно дальше, чем региональная интеграция в остальном мире, шла ускоренными темпами, поддерживая улучшившиеся результаты функционирования экономики. Как показывают приводимые ниже факты, экономическая интеграция в Европе проявляется в трех областях: внутриевропейская торговля, интеграция финансового рынка и интеграция рынка труда.

Внутриевропейская торговля

Как по уровню, так и по доле ВВП, страны Европы торгуют друг с другом больше, чем страны внутри всех других континентов. Кроме того, со времени расширения ЕС в 2004 году торговый оборот в рамках Европы быстро увеличивался, хотя и не так быстро, как в Азии² (см. рис.). Это увеличение европейской торговли происходило не за счет торговли с остальным миром, так как открытость европейской экономики продолжала возрастать: отношение суммы экспорта и импорта к ВВП повысилось с 48 процентов в начале 1990-х годов до 82 процентов в настоящее время.

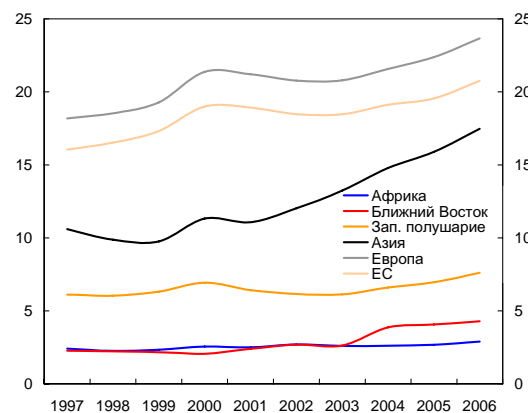
Значительная часть внутриевропейской торговли ведется между развитыми странами, однако доля торговли со странами Европы с формирующимся рынком растет. В 2006 году страны Европы с развитой экономикой направляли 11 процентов своего экспорта в страны Европы с формирующимся рынком, по сравнению с 8 процентами в 2000 году. Кроме того, экспорт стран с развитой экономикой в страны Европы с формирующимся рынком возрастал в два раза быстрее, чем их экспорт между собой в последние два года.

Торговая интеграция в Европе приводит к ускорению темпов экономического роста. В 2006 году вклад экспорта в страны Европы с формирующимся рынком в темпы экономического роста европейских стран с развитой экономикой составлял 0,6 процента, по сравнению с лишь 0,1 процента в начале десятилетия. Эмпирическая модель темпов роста, позволяющая измерять трансграничные вторичные эффекты, показывает, что ускорение темпов роста в странах Европы с формирующимся рынком в последние пять лет (на 3,8 процентных пункта) и увеличение доли импорта, поступающего из стран Европы с развитой экономикой (на 3 процентных пункта) привело к повышению годовых темпов роста в европейских странах с развитой экономикой на 0,2–0,4 процента, при прочих постоянных условиях³. Приводимые в исследованиях оценки связей между торговлей и ростом, при фиксированных других стандартных детерминантах роста, показывают, что расширение внутриевропейской торговли за последние 10 лет, как предполагается, привело к повышению годового темпа роста ВВП в Европе на 0,3 процента⁴.

Интеграция финансовых рынков⁷

В последние годы интеграция европейского финансового рынка существенно продвинулась вперед, причем темпы интеграции стран Европы с формирующимся рынком выше. В соответствии с одним из новых подходов, интеграция определяется здесь с использованием показателей, основанных на ценах, а не на объемах. Предполагается, что не полностью интегрированный регион, в котором происходит финансовая интеграция, будет испытывать конвергенцию стоимости капитала по странам. Действительно, эмпирический анализ позволяет получить убедительные доказательства наличия нисходящей тенденции в изменении межстрановой дисперсии премий по акциям (принимаемых в качестве представительной переменной стоимости

Внутрирегиональная торговля, 1997–2006 годы
(В процентах ВВП)



Источник: МВФ, Статистика географической структуры торговли.

Внутриевропейский экспорт, 2000–2006 годы
(В процентах от совокупного внутриевропейского экспорта)

	2000	2006
Из стран с развитой экономикой в страны с формирующимся рынком	8	11
Из стран с развитой экономикой в страны с развитой экономикой	81	71
Из стран с формирующимся рынком в страны Европы	11	18

Вставка 2 (продолжение)

капитала фирм) между странами с развитой экономикой и странами с формирующимся рынком (см. рис.). Кроме того, этот процесс протекает быстрее в странах Европы с формирующимся рынком, чем в других странах, включенных в это исследование, что существенно способствует конвергенции в рамках этого региона⁶.

Кроме того, анализ показывает, что в Европе наблюдается эффект «добродетельного круга», в рамках которого прогресс в финансовой интеграции и улучшенные перспективы реальной экономики взаимно усиливают друг друга. Показатели скорости интеграции отдельной страны (представляемой разницей между стоимостью капитала в этой стране и соответствующим средним значением по группе) позволяют прогнозировать последующее повышение ее скорректированных по риску возможностей роста (представляемых соотношением между коэффициентами «рыночная цена к доходам» и их изменчивостью). Аналогично, улучшения скорректированных по риску возможностей роста позволяют прогнозировать будущий прогресс в области финансовой интеграции. Корректировка с учетом риска особенно важна при рассмотрении последствий для благосостояния. Страны с высокими, но очень неопределенными перспективами роста едва ли достигнут того же уровня благосостояния, что и страны с более благоприятным соотношением риска и доходов. С этой точки зрения обнадеживает тот факт, что в большинстве стран с формирующимся рынком, входящих в выборку, наблюдается улучшение, хотя в нескольких из них, как представляется, темпы роста растут за счет пропорционального повышения риска.

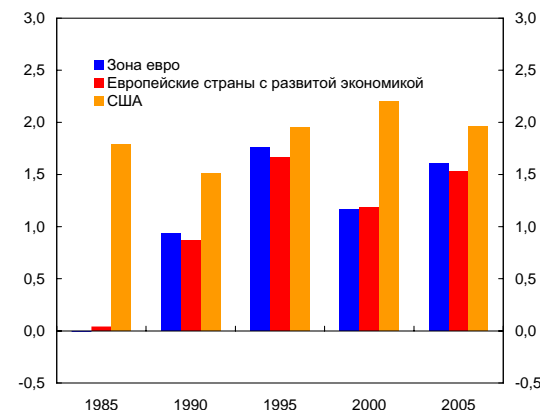
Интеграция рынка труда

С начала 1990-х годов миграция рабочей силы внутри Европы значительно увеличилась. Рассчитываемая в процентах от численности населения, чистая миграция в зону евро возросла до 82 процентов от соответствующего показателя в США с пренебрежимо малых уровней, наблюдавшихся в 1980-е годы (см. рис.)⁷. Хотя информация о двусторонних потоках отсутствует, отдельные данные показывают, что движение рабочей силы внутри Европы по большей части направлено из стран с формирующимся рынком в страны с развитой экономикой. Кроме того, недавние всплески чистой миграции в Европе совпадают с либерализацией стран Восточной Европы в начале 1990-х годов и процессом расширения ЕС в последние годы.

Действительно, согласно статье 18 Римского договора, все граждане ЕС имеют право подавать заявления о приеме на работу в любой должности в союзе (включая национальные государственные службы, за исключением стратегических постов), хотя и, в некоторых случаях, после короткого переходного периода для новых государств-членов.

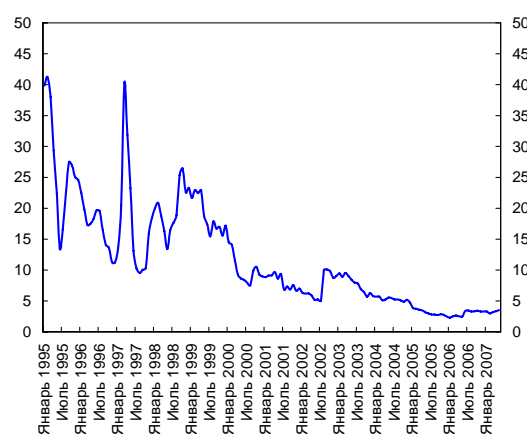
Влияние миграции на рост представляет собой открытый эмпирический вопрос, но представляется, что в странах Европы с развитой экономикой это влияние положительно. Согласно расчетам персонала МВФ, на долю миграции приходится 8 процентов прироста рабочей силы в зоне евро по сравнению с началом десятилетия, что, как ожидается, само по себе должно привести к более быстрому росту. Тот факт, что одновременно с этим происходит снижение безработицы, позволяет предположить, что импортированная рабочая сила не замещает внутреннюю. Следовательно, миграция трудовых ресурсов может частично обуслов-

Отношение чистой миграции к численности населения, 1985–2005 годы
(В процентах)



Источник: Всемирный банк, Показатели мирового развития.

Межстрановая дисперсия премий по акциям



Источник: De Nicolò (2007).

Вставка 2 (окончание)

ливать быстрый экономический рост в Европе в последние годы, хотя для определения степени, в которой это происходит необходим дополнительный анализ.

Экономическое воздействие миграции на страны Европы с формирующимся рынком, которые являются чистыми поставщиками рабочей силы, представляет собой более сложный вопрос. Факторы «притяжения» и «выталкивания» — высокий спрос на дешевую рабочую силу со стороны принимающих стран и трудная экономическая обстановка в странах-поставщиках — объясняют значительные оттоки трудовых ресурсов по отношению к численности населения в некоторых странах Европы с формирующимся рынком. Хотя эти страны получают выгоды от значительных денежных переводов, отток человеческого капитала представляет повод для озабоченности с точки зрения их долгосрочных перспектив экономического роста. Однако структурные реформы, направленные на улучшение деловой среды, могут ограничить эти оттоки или даже обратить некоторые из них вспять.

¹История экономической интеграции в Европе подробно обсуждается в работе Eichengreen (2007).

²В пределах США штаты торгуют между собой больше, чем европейские страны, даже в пределах ЕС, но это некорректное сопоставление, так как торговый оборот стран в пределах своей территории, как правило, больше, чем с зарубежными странами. Кроме того, с исторической точки зрения свободная торговля в Европе является значительно более новым явлением, чем в США, и либерализация торговли за пределами ЕС еще не завершена.

³Оценка эконометрической модели приводилась в работе Agora and Vamvakidis (2005).

⁴Обсуждение этих исследований приводится в работе Baldwin (2003).

⁵В подготовке этого раздела принимал участие Джанни Де Николо, см. Gianni De Nicolò (2007).

⁶К числу этих стран относятся 16 стран с развитой экономикой (Австрия, Бельгия, Германия, Греция, Дания, Ирландия, Испания, Италия, Нидерланды, Норвегия, Португалия, Соединенное Королевство, Финляндия, Франция, Швеция и Швейцария) и 13 стран с формирующимся рынком (Болгария, Венгрия, Латвия, Литва, Польша, Россия, Румыния, Словакия, Словения, Украина, Хорватия, Чешская Республика и Эстония).

⁷Движение трудовых ресурсов в пределах США значительно шире, чем в пределах Европы и даже в пределах ЕС. Однако в настоящей вставке сопоставления относятся к миграции в США, а не к перемещениям рабочей силы внутри стран.

Учитывая, что речь идет о темпах и устойчивости конвергенции, странам Европы с формирующимся рынком потребуется настойчиво продвигаться вперед в проведении структурных реформ. Хотя в последние годы в этой области наблюдался большой прогресс, в большинстве случаев он был достигнут с низкого стартового уровня. Исключения составляют страны Балтии, где успехи в проведении структурных реформ существенно превосходят результаты, наблюдаемые в странах в развитой экономикой. Но эти страны, вместе с другими странами данного региона, также имеют относительно уязвимые внешние позиции, и структурные реформы по укреплению уровня конкуренции во внутренней экономике, являются одним из главных путей к укреплению сектора внешнеторговых товаров и услуг и повышению устойчивости.

Экономический переход в Центральной Европе продолжается, усиливая конкуренцию и повышая потенциальные темпы роста, но представляется, что энергия реформ ослабляется определенной «усталостью» форм, наступившей после присоединения к Союзу, легко доступным внешним финансированием и, в ряде случаев, ожиданием того, что принятие евро в конечном итоге оградит экономику от внешних шоков³. В настоящее время стоит задача продвинуться за пределы минимальных стандартов, предписываемых *acquis*⁴ ЕС, и сосредоточить усилия на повышении производительности и прозрачности, в том числе путем улучшения деловой среды и укрепления финансовых систем (часть II, главы 2 и 3).

Страны Юго-восточной Европы и СНГ движутся с отставанием и должны будут ускорить темпы⁵.

Таблица 3. Индекс экономической свободы
Ранги в сравнении с остальным миром, 2005 год

Швейцария	4	Португалия	38
Соединенное Королевство	5	Израиль	44
Эстония	8	Испания	44
Ирландия	9	Чешская Республика	52
Финляндия	11	Франция	52
Исландия	11	Италия	52
Люксембург	11	Болгария	56
Дания	15	Греция	56
Нидерланды	15	Польша	56
Австрия	18	Молдова	76
Германия	18	Хорватия	82
Кипр	22	Румыния	82
Венгрия	22	Македония	86
Латвия	22	Словения	91
Литва	22	Турция	91
Норвегия	22	Албания	97
Швеция	22	Босния и Герцеговина	97
Мальта	32	Россия	112
Словацкая Республика	32	Украина	112
Бельгия	38		

Источник: Институт Фрейзера.

Примечание. Индекс экономической свободы представляет собой средний результат измерений по пяти следующим суб-индексам: размеры правительства, правовая система и права собственности, взвешенная денежно-кредитная политика, свобода торговли и регулирование (включая регулирование рынка труда и коммерческой деятельности).

По-прежнему имеются значительные возможности для реформ, направленных на уменьшение роли государства в экономике, повышение гибкости рынка труда, сокращение бюрократических процедур, прогресс в реформе судебной системы и, в ряде стран, завершение составления земельных реестров⁶. Хотя подготовка к вступлению в ЕС в ряде случаев приведет к реформам в этих областях, для успешного конкурирования этих стран в рамках ЕС потребуются более решительные шаги.

³Последние эмпирические данные см. Vamvakidis (2007).

⁴«Acquis» ЕС, или «*acquis communautaire*» — полный свод законов и норм ЕС.

⁵Страны Содружества Независимых Государств (СНГ), входящих в компетенцию Европейского департамента МВФ, включают Беларусь, Молдову, Россию и Украину.

⁶Согласно оценке, приведенной в одном из последних Рабочих документов МВФ, такие реформы могут существенно повысить потенциал роста в Хорватии (см. Moore and Vamvakidis, 2007).

Часть II

**В центре анализа:
укрепление финансовых систем**

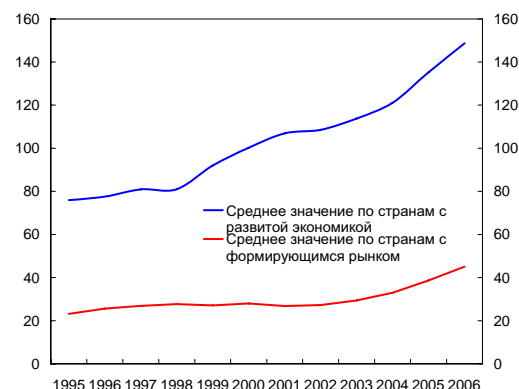
В центре анализа: укрепление финансовых систем

После периода устойчивого прогресса в углублении финансовых рынков, инновациях и интеграции, в последнее время в финансовых системах Европы происходят потрясения, испытывающие их на прочность. Преобразование этих систем в основном было благотворным, но все еще существуют значительные резервы для повышения эффективности финансового сектора, и возникли новые проблемы для экономической политики и новые риски. На этом фоне укрепление финансовых систем имеет как никогда большое значение. В каждой из последующих глав рассматривается одна из приоритетных областей реформ: странам с развитой экономикой необходимо повысить эффективность и устойчивость финансовых систем; странам Европы с формирующимся рынком, переживающим процесс конвергенции, необходимо управлять происходящим быстрым углублением финансовых рынков; всем странам с формирующимся рынком необходимо обеспечить дальнейшее развитие своих финансовых систем.

В последнее время много внимания уделяется темпам углубления финансовых рынков в странах с формирующимся рынком и сопутствующим рискам, однако финансовые системы стран с развитой экономикой переживают аналогичный рост уже с середины 1990-х годов, что, как оказалось, сопряжено с определенным риском (рис. 13). Очевидно, что здесь действуют общие факторы, такие как низкие уровни процентных ставок в экономике и погоня за доходностью. В этом процессе домашние хозяйства по всей Европе получили более широкий доступ к финансовым ресурсам, особенно через ипотечные кредиты. Корпоративный сектор также быстро расширяет использование внешнего финансирования в форме кредитов и ценных бумаг, причем в большей степени в странах с развитой экономикой, чем в странах с формирующимся рынком.

Финансовые инновации ведут к изменению характера посредничества (рис. 14). Широкое распространение получили продукты в областях производных инструментов, структурированного финансирования и секьюритизации, что позволило расширить выбор вариантов соотношения риска и прибыли и изменить распределение рисков. В странах с развитой

Рисунок 13. Банковский кредит частному сектору в Европе, 1995–2006 годы
(В процентах ВВП)



Источник: МВФ, «Международная финансовая статистика».

Рисунок 14. Финансовые нововведения в Европе, июнь 1995 года – июнь 2007 года



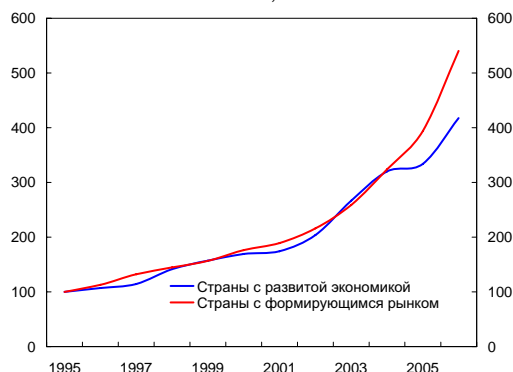
Источник: Европейский форум секьюритизации (ЕФС); Банк международных расчетов, *Квартальный обзор*, таблица 23А.
1/ Условные основные суммы в триллионах долларов США.
2/ В миллиардах евро.

экономикой банки все активнее внедряют эти инновации, создавая синергический эффект между банковским и рыночным посредничеством. В странах с формирующимся рынком ожидается, что банки будут по-прежнему в основном заниматься своими традиционными посредническими функциями, но консолидация в результате прихода на рынок иностранных банков может за короткий срок привести к внедрению новых продуктов и в этих странах.

В то же время в Европе продолжается устойчивый процесс финансовой интеграции. Увеличение масштабов трансграничных потоков капитала и их

Рисунок 15. Финансовая интеграция в Европе, 1995–2006 годы

(трансграничные авуары валовых активов; индекс в долл. США за 1995 год = 100)



Источник: Lane and Maria Milesi Ferretti (готовится к печати).
Примечание. Без учета финансовых центров (Ирландия, Люксембург, Швейцария, Соединенное Королевство).

устойчивый характер позволяют сохранять более крупный дефицит (и профицит) счета текущих операций в течение намного более длительного периода, чем ранее считалось возможным. Кроме того, валовые трансграничные авуары активов и обязательств растут еще быстрее, чем чистые потоки (рис. 15), причем одним из основных факторов являются продолжающиеся трансграничная консолидация и рост банковской системы.

Динамичная эволюция финансовой системы дает в целом положительные результаты. Расширение доступа домашних хозяйств к услугам финансовой системы способствует повышению благосостояния и позволяет добиться большей диверсификации и лучшего распределения риска. Эффективное финансовое посредничество способствует эффективному распределению ресурсов и ускоряет их перераспределение между секторами. Кроме того, финансовая интеграция обеспечивает экспорт технологии и навыков и помогает лучше управлять рисками и снижать изменчивость макроэкономических условий. Вместе с тем, выгоды от этого процесса распределяются неравномерно ввиду неодинаковых уровней развития финансовых систем в странах Европы и их все еще ограниченной интеграции между странами. С учетом этого, повышение гибкости и степени интеграции секторов финансовых услуг могло бы существенно повысить производительность в Европе⁷.

Кроме того, как показали недавние потрясения на рынке ипотечных кредитов для заемщиков с низким уровнем кредитоспособности, чтобы реализовать

⁷ См. Decressin, Faruquee, and Fonteyne (2007).

выгоды финансовых инноваций, необходимо обеспечить эффективное управление рисками. Даже при не столь высоком уровне развития финансовые системы могут усугублять жесткость и искажения в экономике и повышать издержки ошибок в политике. В то же время усиление финансовой интеграции может приводить к более значительному и быстрому распространению внешних шоков между странами.

В этих условиях, чтобы получать выгоды от финансового развития, не подвергаясь чрезмерному риску, странам с развитой экономикой и странам с формирующимся рынком в Европе необходимо дополнительно укрепить свои финансовые системы. С учетом различий между странами по уровню финансового развития, в следующих главах освещаются три первоочередные задачи в проведении реформ.

- В главе 1, «Настройка финансовых систем стран с развитой экономикой», рассматриваются условия, необходимые для того, чтобы страны с развитой экономикой могли более эффективно использовать глубину своих финансовых рынков, сохраняя при этом устойчивость финансовой системы. В ней анализируются экономические преимущества финансовых систем, предоставляющих более широкий выбор возможностей финансирования, и рассматриваются реформы, требующиеся для развития финансовых систем в этом направлении. В то же время, в ней отмечаются основные риски, связанные с повышением уровня финансового развития, и требуемые ответные меры политики.
- Глава 2, «Регулирование быстрого углубления финансовых рынков в странах Европы с формирующимся рынком», посвящена анализу вклада, который финансирование вносит в экономическую конвергенцию стран с формирующимся рынком, и аспектов финансовой системы, влияющих на устойчивость этого процесса. В ней определены меры политики в отношении финансового сектора с целью безопасного управления бумом, связанным с конвергенцией, и подготовки стран с формирующимся рынком к плавному перераспределению производительных ресурсов в сектор внешнеторговых товаров.
- В главе 3, «Поддержание финансового развития в странах Европы с формирующимся рынком», дается оценка финансовой системы в странах с формирующимся рынком, указываются факторы, способствующие финансовому развитию, и излагаются незавершенные меры политики. Она дополняет предшествующую главу, и многие из содержащихся в ней рекомендаций относительно политики также существенны для достижения успеха в процессе быстрого углубления финансовых рынков.

1. Настройка финансовых систем стран с развитой экономикой

Хотя Европа добилась значительного прогресса в финансовых инновациях и интеграции финансовых рынков, многие европейские страны с развитой экономикой все еще должны обеспечить равные условия для различных форм финансового посредничества. Конкурентные и более диверсифицированные финансовые системы лучше справляются с задачей распределения риска и выявления и поддержки отраслей с большим потенциалом роста. Эти системы позволяют в полной мере использовать взаимодополняющий характер банковского и рыночного финансирования. В то же время, как наглядно показали недавние потрясения на финансовых рынках, необходимо, чтобы пруденциальные нормативы как для частного, так и для государственного сектора не отставали от процесса финансовых инноваций, чтобы можно было познать его плоды, избегая при этом чрезмерных рисков. Чтобы обеспечить устойчивость финансовых систем в странах с развитой экономикой, важно повысить качество управления рыночным риском и риском ликвидности, внедрить более совершенные модели оценки риска и повысить уровень прозрачности в отношении стандартов андеррайтинга и уровней риска невыполнения обязательств контрагентом.

Обзор

Финансовые системы в европейских странах с развитой экономикой претерпевают очевидные преобразования. На европейском финансовом ландшафте уже не доминирует несколько крупных банков, обладающих большой монопольной властью. Напротив, растет межбанковская конкуренция, и банки занимаются более разнообразными видами деятельности, а не только традиционным кредитованием. Между тем, рынки капитала приобретают все большую значимость как источник финансирования и механизм распределения рисков. В то же время небанковские финансовые учреждения быстро становятся еще одним важным посредником в передаче финансовых ресурсов. Другим признаком повышающегося уровня финансового развития является то, что различные формы посредничества становятся менее сегментированными и, благодаря все более широкому использованию новаторских финансовых инструментов, укрепляются взаимодополняющие связи между этими формами.

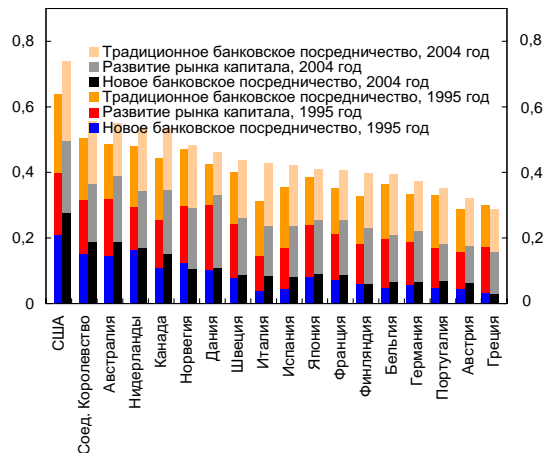
Вместе с тем, как напомнили финансовые потрясения, вызванные обвалом ипотечного рынка для заемщиков с низким уровнем кредитоспособности в США, финансовые инновации связаны с риском. В частности, они часто используют пробелы в существующих пруденциальных нормативах, что может вызывать проблемы. Кроме того, в условиях финансовой глобализации потрясения быстро распространяются по всему миру, и немногим странам удастся избежать их негативного воздействия на уровни уверенности и реальной экономической активности.

Хотя ввиду таких рисков директивные органы могут посчитать желательным попытаться снизить темпы финансовых инноваций, более продуктивным подходом было бы проведение реформ, которые одновременно повышают эффективность финансовой системы и устраняют ее уязвимые места. В связи с этим, прежде чем принимать поспешные меры по ужесточению регулирования, важно будет четко определить преимущества и риски, связанные с более развитыми финансовыми системами. В этом отношении обнадеживает первоначальная реакция на недавние потрясения, поскольку она свидетельствует о намерении директивных органов продолжать использовать преимущества финансовых инноваций и одновременно решать проблемы уязвимости в пруденциальной сфере

Преимущества более активной конкуренции, большего разнообразия и более тесной интеграции между различными посредниками в европейских финансовых системах становятся все более очевидными. Благодаря более высокому уровню конкуренции и лучшему распределению риска домашние хозяйства и фирмы теперь располагают значительно более широкими возможностями для инвестиций и заимствования при существенно меньших издержках. Работы по эмпирическому анализу показывают, что при более развитых финансовых системах значительная глубина финансовых рынков в европейских странах с развитой экономикой позволяет более эффективно достигать положительных экономических результатов.

Примечание. Основным автором настоящей статьи является Ман-Кун Тан. Исходный анализ представлен в работе Tang (2007)

Рисунок 16. Финансовый индекс по суб-индексам, 1995 и 2004 годы



Источник: МВФ, «Перспективы развития мировой экономики». Примечания. Традиционное банковское посредничество: более высокое значение указывает на меньшую зависимость финансовой системы от традиционного банковского кредитования и большую степень конкуренции между банками; развитие рынка капитала: более высокое значение указывает на наличие более развитых фондовых рынков и рынков частных облигаций; новое финансовое посредничество: более высокое значение указывает на наличие большего количества небанковских финансовых учреждений и более широко распространенное использование финансовых нововведений.

Вместе с тем, хотя на сегодня уже достигнуты весьма существенные результаты, европейские финансовые системы в состоянии повысить свою эффективность в значительно большей степени. Сохраняющиеся серьезные препятствия не дают силам конкуренции полностью проявиться и сдерживают развитие каналов финансирования. Как следствие, непосредственно измеряемый вклад финансового сектора в экономический рост в странах Европы с развитой экономикой отстает от потенциала, и имеются существенные возможности для дальнейшего усиления его роли в мобилизации ресурсов на продуктивные цели. Разрыв в темпах роста производительности в масштабе экономики между зоной евро и США в период 1996–2003 годов приблизительно наполовину был обусловлен более низким ростом производительности в финансовом секторе.

В то же время, недавние потрясения на финансовых рынках помогли выявить имеющиеся слабые места и позволяют извлечь некоторые предварительные уроки для укрепления пруденциальных основ финансовых систем, в большей степени опирающихся на рыночные механизмы. Как правило, повышение уровня развития и степени сложности финансовых операций должно сопровождаться совершенствованием пруденциальных нормативов для частного и государственного секторов. Недавние события послужили дополнительным подтверждением необходимости в повышении качества управления рыночным риском и риском ликвидности, совершенствовании моделей оценки риска и порядка проведения надлежа-

щих проверок и большей прозрачности в отношении организации выпуска кредита и риска невыполнения обязательств контрагентами. Может возникнуть потребность в усилении потенциала надзора и оценке эффективности урегулирования кризисов⁸.

Эволюция финансовых систем

Хотя исходные уровни развития и темпы эволюции финансовых систем различаются, в европейских странах с развитой экономикой эти системы в основном движутся в направлении более активной конкуренции, большего разнообразия финансовой деятельности и более тесной интеграции между различными посредниками.

Финансовый индекс, разработанный при подготовке сентябрьского выпуска «Перспектив развития мировой экономики» 2006 года⁹, дает полезную общую оценку структуры финансовых систем в странах Европы с развитой экономикой и их изменений за последний период (рис. 16). В оставшейся части настоящей главы более высокий уровень финансового индекса будет означать более высокую степень развития финансовых систем. Этот индекс дает количественное отражение (а) использования в системе традиционных форм банковского кредита и степени конкуренции между банками, (б) степени развития рынков капитала и (с) степени использования новых форм финансового посредничества, включая распространение небанковских финансовых учреждений и использование финансовых инноваций. Почти все страны с развитой экономикой добились успехов во всех трех областях, охваченных индексом. Однако условия в разных странах Европы все еще различаются.

Повысились уровни конкуренции и разнообразия посреднической деятельности. Усилилась конкуренция в области банковских кредитов, о чем свидетельствуют сокращающиеся процентные спреды (разность между ставками по кредитам и ставками денежного рынка) (рис. 17). Объем средств в управлении различных небанковских финансовых учреждений (например, страховых компаний, пенсионных фондов и инвестиционных фондов) существенно возрос (рис. 18). Отчасти вследствие этого прироста повысилась ликвидность фондовых рынков (рис. 19), а долговые ценные бумаги становятся все более важным источником финансирования (рис. 20).

⁸ См. более подробную информацию в International Monetary Fund (2007a).

⁹ «Как финансовые системы влияют на экономические циклы?», глава 4 в IMF (2006b).

В то же время, банки в большей степени интегрировали свою деятельность с рынками и по-прежнему играют видную роль в финансовой системе. Хотя усилилась конкуренция за сбережения домашних хозяйств со стороны небанковских финансовых учреждений, практика банков по более активному привлечению средств от других посредников через оптовые рынки позволяет им расширять свою деятельность, не будучи ограниченными суммами привлекаемых ими вкладов. Банки все в большей степени занимаются различными забалансовыми операциями, такими как продажа секьюритизованных банковских кредитов на рынке и торговля производными инструментами. Как правило, такая деятельность снижает сегментацию сектора между банками, рынками и небанковскими финансовыми посредниками, обеспечивая более гибкое перераспределение средств и рисков¹⁰.

Традиционное кредитование на основе долговременных отношений остается весьма актуальным, хотя ввиду изменения характера посредничества и расширения круга кредиторов и вариантов финансирования оно уже не играет столь доминирующую роль. Главное преимущество кредитования на основе долговременных отношений — содействие потокам финансирования в случаях серьезной асимметрии — как представляется, остается одним из основных элементов в развивающихся финансовых системах. В частности, исследование итальянских фирм показывает, что финансирование малых предприятий, которое обычно бывает непрозрачным и в значительной степени полагается на кредиты на основе долговременных отношений для привлечения средств, не претерпело существенных изменений в результате быстрого развития финансовой системы Италии (вставка 3).

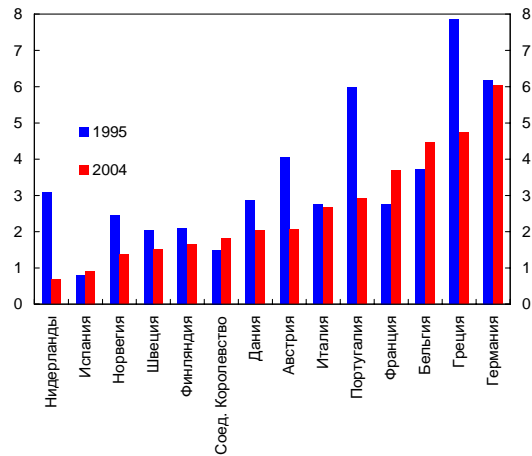
Движущие силы изменений

Эволюция финансовых систем в странах Европы во многом обусловлена реформами внутренних финансовых секторов. Крупномасштабная приватизация и дерегулирование банковского сектора в 1980-е и 1990-е годы повысили уровни конкуренции и эффективности. Аналогичным образом, в результате существенного ужесточения требований к регистрации акций на бирже и правил корпоративного управления повысились стандарты раскрытия корпоративной информации и были усилены меры

¹⁰ Иными словами, возросло число случаев опосредования («перехода из рук в руки») сбережений, прежде чем они попадают к конечному заемщику, и расширились возможности для разделения и объединения рисков, что позволяет лучше удовлетворять потребности различных посредников и инвесторов.

Рисунок 17. Спред процентных ставок, 1995 и 2004 годы

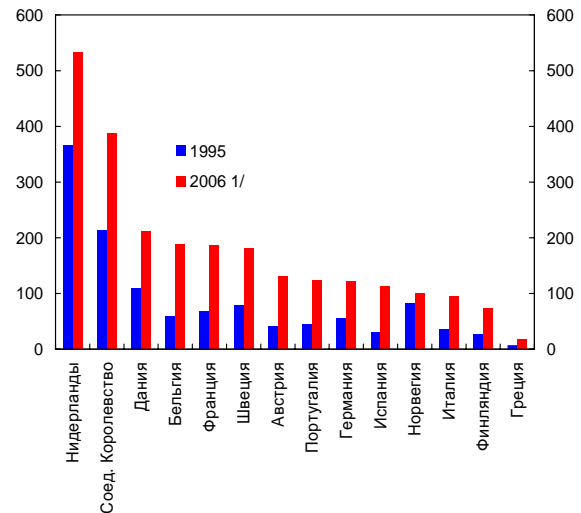
(Ставка по кредитам минус ставка денежного рынка, в процентах)



Источник: МВФ, «Перспективы развития мировой экономики».

Рисунок 18. Активы небанковских финансовых учреждений, 1995 и 2006 годы

(В процентах ВВП)



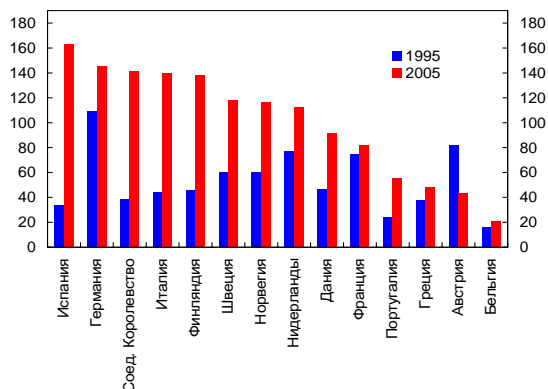
Источник: Евростат.
1/ Данные по Дании, Германии и Нидерландам приведены за период до 2005 года.

защиты инвесторов от мошенничества, что сделало инвестиции в акционерный капитал более привлекательными.

Этой эволюции также способствовал прогресс в информационных и коммуникационных технологиях. Например, более своевременный доступ к данным о кредитной истории заемщика и упрощение их обработки стимулируют открытую конкуренцию между банками за потенциальных заемщиков, тогда как рост доступа к Интернету и распространение систем торговли на базе Web способствует расширению и углублению участия инвесторов в фондовых рынках.

Рисунок 19. Оборот фондового рынка, 1995 и 2005 годы

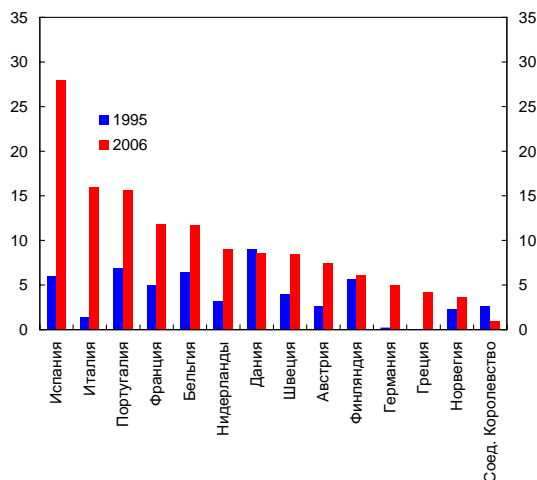
(В процентах рыночной капитализации)



Источник: Всемирный банк, Новая база данных по финансовому развитию и структуре.

Рисунок 20. непогашенная сумма внутренних долговых ценных бумаг, выпущенных нефинансовыми корпорациями, 1995 и 2006 годы

(В процентах ВВП)



Источник: Банк международных расчетов.

Финансовая интеграция, ускорившаяся в результате гармонизации нормативных актов в отношении финансового сектора и введения единой валюты в странах зоны евро, возможно, является самым важным фактором, лежащим в основе преобразования финансовой системы.

- Снижение барьеров для интеграции европейских банковских систем стимулировало приход на рынок иностранных участников и способствовало большей открытости внутренних банковских секторов для конкуренции, что побудило банки распространить их деятельность на различные забалансовые операции (например, секьюритизацию, торговлю производными инструментами, предложение услуг по

управлению риском). Кроме того, выход клиентуры за национальные границы стимулирует банки расширяться, получая выгоды от экономии за счет масштабов деятельности. Последующая консолидация банков дополнительно укрепила их потенциал по осуществлению рыночных операций.

- Интеграция фондовых бирж способствует развитию рынка капитала. В частности, слияние и совместные предприятия ряда европейских фондовых бирж, в первую очередь Euronext¹¹, обеспечили стандартизацию систем торгов и уменьшили раздробленность рынка, тем самым снизив издержки трансграничной торговли акциями и повысив ликвидность рынков.

Качество финансовых систем имеет решающее значение

Как уже отмечалось, эволюция европейских финансовых систем вызвала существенные изменения в методах финансового посредничества. Почему такие изменения важны для экономики в более широком плане?

Теория

Финансовые системы, характеризующиеся более активной конкуренцией, большим разнообразием и более тесной интеграцией между посредниками, с большей вероятностью будут направлять финансы в области их максимально производительного использования. В таких системах потоки финансов более точно следуют сигналам рынка, и цена финансовых ресурсов определяется на более конкурентной основе. Присутствие большого числа посредников и вариантов финансирования также расширяет возможности заемщиков и кредиторов по удовлетворению их конкретных потребностей. Кроме того, способность посредника выпускать требования в меньшей степени ограничивается его способностью принимать риски, связанные с этими требованиями, благодаря расширению возможностей обмена рисками посредством различных новаторских финансовых инструментов, например, обеспеченных активами ценных бумаг (ОАЦБ), обеспеченных залогом долговых обязательств (ОЗДО) и свопов кредитного дефолта. Это позволяет лучше использовать естественные преимущества каждого посред-

¹¹ Двумя другими примечательными примерами являются биржа «OMX Nordic Exchange», объединяющая биржи Дании, Швеции, Финляндии и Исландии, и Virt-X, ведущая торговлю первоклассными пан-европейскими акциями.

ника, снижать издержки, связанные с рисками, и добиваться оптимизации распределения рисков¹².

Это повышение эффективности, вероятно, будет особенно заметным в странах с развитой экономикой. В этих странах уже имеются многие элементы основной инфраструктуры (например, сложившиеся традиции правового государства, четко определенные судебные системы и достаточно широкий доступ общественности к информации), которые имеют ключевое значение для обеспечения эффективности сложных финансовых операций. Кроме того, поскольку они находятся на передовых технологических рубежах, где круг возможностей может быстро меняться, а ситуация является весьма неопределенной, страны с развитой экономикой, несомненно, в состоянии получить больше преимуществ от системы с гибкими финансовыми потоками и широким распределением рисков, чем менее развитые страны.

Фактические данные

Такое позитивное воздействие на уровни эффективности подтверждается эмпирическими исследованиями. Например, работы в области межстранового макроэкономического анализа¹³ приходят к выводу о том, что более развитые финансовые системы ассоциируются с более быстрой переориентацией корпоративного сектора на глобальные возможности для роста и с большим объемом притоков и оттоков трансграничных портфельных инвестиций¹⁴.

Новые исследования на основе межстрановой отраслевой информации подтверждают, что экономическая ценность финансов выше в более развитых финансовых системах, то есть системах с более широким

диапазоном финансовой деятельности¹⁵. Имеющиеся данные свидетельствуют о том, что два канала, посредством которых финансы оказывают положительное воздействие на экономику, — общее сокращение издержек внешнего финансирования и совершенствование распределения ресурсов в корпоративном секторе — действуют более эффективно в таких финансовых системах. Более конкретно, в более развитых системах расширение доступа к финансированию оказывает большее положительное воздействие на рост добавленной стоимости в отраслях, которые могут подвергаться более жестким финансовым ограничениям. Аналогичным образом, углубление финансовых рынков, как представляется, в большей степени повышает относительные темпы развития (роста добавленной стоимости и роста производительности) перспективных отраслей в более развитых финансовых системах. Иными словами, более развитые финансовые системы, по-видимому, в состоянии добиваться большего прироста эффективности за счет использования финансирования. Анализ еще более подробного набора данных по Дании позволяет предположить, что повышение эффективности имеет место также на уровне фирм (вставка 4).

Получение выгод без чрезмерных рисков

Финансовые инновации являются важным фактором повышения экономической и финансовой эффективности в среднесрочной перспективе, но, как подчеркивают недавние события, они неизбежно ставят сложные задачи перед системами пруденциальных нормативов для частного и государственного секторов. Важно решать эти задачи, чрезмерно не ослабляя при этом результативности инноваций в расширении доступа к финансированию. Таким образом, было бы целесообразно принять меры, способствующие повышению уровня развития финансового сектора и обеспечивающие соответствующую адаптацию пруденциальных нормативов, с тем чтобы свести к минимуму риски финансовых кризисов. Что требуется для достижения прогресса в этой области и какие меры предосторожности следует принять?

¹²Имеется и много других предполагаемых преимуществ более развитых финансовых систем. Конкуренционные финансовые рынки создают стимулы для инноваций (например, Holmstrom and Tirole, 1993), и способствуют агрегированию разрозненной информации (например, Boot and Thakor, 1997). Меньшая зависимость кредитора от состояния заемщика и заимствующей фирмы способствует укреплению их корпоративного управления (например, Dewatripont and Tirole, 1994), и стимулирует конкуренцию на рынках продукции (например, Cestone and White, 2003).

¹³См. International Monetary Fund (2006b).

¹⁴Под более развитой финансовой системой здесь понимается система с более высоким индексом финансового развития по данным сентябрьского выпуска ПРМЭ 2006 года.

¹⁵Чтобы непосредственно учесть возможную эндогенность вместо изучения простой корреляции между финансами и макроэкономическими показателями, в этом анализе используются межстрановые данные по отраслям для оценки механизмов, определяющих вклад финансов в экономику. См. подробную информацию об этом анализе Tang, (2007).

Вставка 3. Сохраняющееся значение кредитования, основанного на долговременных отношениях, в развивающейся финансовой системе

По мере развития финансовых систем возрастает конкуренция между банками и разнообразие форм финансового посредничества, что ведет к снижению доминирующей роли кредитования, основанного на долговременных отношениях. Расширение альтернатив заимствования выгодно для фирм, отличающихся относительной прозрачностью, поскольку они получают доступ к финансированию, цена которого устанавливается на более конкурентной основе, и становятся менее уязвимы по отношению к предложению средств со стороны любого отдельно взятого кредитора.

Финансирование малых фирм в условиях преобразования финансовой системы

Зависимая переменная — уровень леввериджа

	оценка		оценка	
	коэфф.	z-стат.	коэфф.	z-стат.
Условная переменная малых фирм*финансовый индекс			-0,22	-0,50
Финансовый индекс	0,14	1,10	0,16	1,20
Условная переменная: малые фирмы (<50 работников)	-0,59	-0,51	0,65	0,24
Региональный фин. индекс: число связей с банками на фирму	1,92	0,71	1,94	0,71

Примечание. Метод оценки — обобщенный случайный эффект фирм по методу наименьших квадратов по всем регрессиям. Количество наблюдений: 400 000+ по каждой регрессии. Контрольные переменные, включаемые в регрессии, но не указываемые отдельно: рентабельность, осязаемость, расходы на НИОКР с лагом, рост экспорта с лагом, рост доходов с лагом и константа. Ни одна из указываемых оценок коэффициентов не является статистически значимой на 10-процентном уровне.

Вместе с тем анализ финансирования итальянских фирм показывает, что основанное на долговременных отношениях банковское кредитование, по-видимому, остается важным именно там, где наибольшее значение имеет его главное преимущество. Долгосрочное взаимодействие, лежащее в основе такого кредитования, позволяет кредитору более эффективно собирать информацию о заемщике и тем самым облегчает финансовые потоки даже в тех случаях, когда общедоступная информация о заемщике ограничена. Такое уменьшение информационной асимметрии, характерной для «непрозрачных» фирм, является главным преимуществом кредитования, основанного на долговременных отношениях. В представленном здесь исследовании малых предприятий (которые обычно «непрозрачны» и широко используют ссуды местных банков) в Италии показано, что доступ таких компаний к средствам за последние десять лет не претерпел существенных изменений, и это наводит на мысль о том, что главное преимущество кредитования, основанного на долговременных отношениях, сохраняет свое значение даже в условиях все большей сложности финансовой системы.

Италия выбрана для целевого исследования по двум основным причинам. Во-первых, трансформация ее финансовой системы была одной из наиболее быстрых среди стран с развитой экономикой (согласно финансовому индексу ПРМЭ — см. вставку 3). Поэтому любое воздействие изменения в финансовой системе на финансирование главных получателей кредитов, основанных на долговременных отношениях, должно быть проще всего обнаружить, используя данные по Италии. Во-вторых, малые предприятия составляют значительную часть корпоративной среды Италии. Их значительная доля в исследовании должна внушить большую уверенность в точности эмпирических результатов.

В рамках эмпирического анализа исследуется уровень леввериджа, то есть соотношения заемных и собственных средств малых предприятий (по сравнению с более крупными предприятиями), как функция уровня развития финансовой системы, показатель которой строится для каждого года выборочного периода с использованием методологии составления финансового индекса ПРМЭ, с учетом фундаментальных факторов, которые, как следует из литературы, являются важными детерминантами равновесного леввериджа¹. Кроме показателя финансовой системы для всей страны, оцениваются также региональные различия в широте выбора кредиторов, которая измеряется как число кредиторов в расчете на одну фирму в регионе. Используемые в анализе данные на уровне фирм охватывают более 44 000 фирм за период 1995–2004 годов². В выборку входят мелкие предприятия (менее 50 работников), но не входят микрофирмы³.

Вставка 3 (окончание)

Согласно результатам регрессии, повышение уровня развития финансовой системы в течение периода выборки — измеряемое как по стране в целом, так и по регионам, — не оказывает значимого влияния на финансирование мелких фирм. Несмотря на, по-видимому, более слабое положительное воздействие повышения уровня развития финансовой системы на равновесный уровень левериджа в случае мелких фирм (оценка отрицательного коэффициента при члене взаимодействия), дифференциальный эффект далек от статистической значимости. Результаты для всех фирм показывают, что повышение уровня развития финансовой системы оказывает небольшое положительное влияние на равновесный уровень левериджа.

Примечание. Основным автором данной вставки является Ирина Иващенко.

¹К управляющим переменным относятся прибыль, осязаемость (определение см. в Campello, 2006, темпы роста в прошлом и прошлые предпринимательские стратегии, направленные на улучшение результатов деятельности предприятий (например, расходы на маркетинг и НИОКР).

²Данные были любезно предоставлены Банком Италии. Подробную информацию см. в работе Ivashchenko (готовится к печати).

³Микрофирмами называются компании, которые не представляют даже данные упрощенных балансов.

Повышение уровня развития

Силы конкуренции, вероятно, приведут к ускорению процесса финансовой интеграции и будут стимулировать дальнейшее повышение уровня развития европейских финансовых систем. В интеграции оптовой банковской деятельности произошли существенные сдвиги, но в розничной сфере еще остаются значительные возможности для дальнейшей интеграции. Кроме того, принятие многочисленных директив ЕС, находящихся сейчас на стадии разработки и утверждения (в частности Директивы о рынках финансовых инструментов), будет дополнительно способствовать движению капитала и развитию интегрированных финансовых услуг.

Тем не менее, преобразование финансовых систем, несомненно, не гарантирует их конвергенции между странами, и, насколько можно судить, такой конвергенции не происходит. Конкретные реформы внутренней политики, вероятно, будут главным фактором, определяющим конечную степень и скорость преобразований, как показывает опыт Италии (вставка 5).

В определенных случаях будет желательно сократить прямое или косвенное участие государственного сектора в деятельности банков. Государственное вмешательство в управление банками подрывает эффективность этого сектора, искажая принимаемые банками решения и создавая угрозу для роста других конкурентоспособных

банков.¹⁶ Сокращение участия государственного сектора устранило бы такие искажения и расчистило бы путь для регистрации банков на бирже и распространения на них более действенного контроля и дисциплинирующего воздействия рынка.

Совершенствование корпоративного управления во многих крупных некотируемых на бирже частных банках путем повышения требований к раскрытию информации позволило бы повысить эффективность. Недостаточное раскрытие информации сопряжено, в частности, с риском того, что управляющие этих банков могут направлять финансы на цели, позволяющие получать личную выгоду, но, возможно, не приносящие пользы экономике. Усиление надзора за корпоративным управлением в некотируемых банках повысило бы роль ценовых сигналов в принятии ими решений о предоставлении кредитов.

Аналогичным образом, имеются еще значительные резервы для дальнейших реформ нормативных положений о банковской деятельности в целях повышения эффективности. Например, смягчение ограничений на консолидацию банков способствовало бы большей экономии

¹⁶Например, земельные банки (Landesbanken) в Германии имеют значительно худшие показатели, чем другие аналогичные банки в странах ЕС, и их высокий рейтинг, подкрепляемый государственной собственностью, дает им искусственное преимущество на оптовом рынке перед банками, находящимися в частной собственности (Brunner and others, 2004).

Вставка 4. Дания: финансовое посредничество в действии

Проведенный в работе Tang (2007) межстрановой анализ на уровне отраслей показывает, что в надлежащих условиях (то есть при высоком уровне развития финансовой системы и гибком рынке труда) финансирование, как правило, будет направляться в фирмы с более жесткими финансовыми ограничениями и более высоким потенциалом роста. Уровень развития финансовой системы Дании (измеряемый при помощи финансового индекса ПРМЭ оценивается высоко, и она обладает одним из наиболее гибких рынков труда в Европе. Кроме того, корпоративный сектор страны в последние годы значительно расширил масштабы использования внешнего финансирования. Более детальное рассмотрение панели данных по Дании на уровне фирм обеспечивает идеальный тест для выяснения, действительно ли поток финансирования соответствует гипотетическим предположениям.

Детерминанты потоков финансирования

Зависимая переменная — рост задолженности

	Метод оценки							
	Фикс. отраслевой эффект				ОНК			
	Фикс. отраслевой эффект		Фикс. отраслевой эффект		Случ. отраслевой эффект		ОНК	
	оц. коэфф.	z-стат.	оц. коэфф.	z-стат.	оц. коэфф.	z-стат.	оц. коэфф.	z-стат.
Условная перем.: отрасль с сильной зависим. от внешнего финанс.					0,02	2.52**	0,02	2.51**
Потоки денежных средств с лагом	0,00	-0,79	0,00	-0,85	0,00	-1,30	0,00	-1,35
Рост дохода с лагом	0,06	2.84***	0,05	2.28**			0,04	2.07**
Рост дохода			0,12	5.44***			0,11	5.30***
Общая сумма активов	0,00	1.96**	0,00	1.98**	0,00	2.44**	0,00	2.47**

ОНК — обобщенная оценка по методу наименьших квадратов.

Примечание. Фиксированные годовые эффекты включены во все регрессии. Количество наблюдений: 5 500+ по каждой регрессии. ** и *** указывают на статистическую значимость на уровне 5 процентов и 1 процента соответственно.

Тест заключается в проверке того, каким образом потенциал роста фирмы и естественная жесткость ее финансового ограничения влияют на объем привлекаемого финансирования. Потенциал роста измеряется ростом продаж с запаздыванием, а в качестве замещающих переменных для финансового ограничения используются кассовые потоки с запаздыванием и то, в какой степени отрасль, к которой относится фирма, зависит от внешнего финансирования. Обратная причинная связь учитывается посредством независимых переменных с запаздыванием. Строятся регрессии роста долгового финансирования по этим представляющим интерес переменным, а также по текущему росту продаж и совокупным активам, которые выступают в качестве управляющих переменных. Панельные данные охватывают период 2001–2006 годов и включают примерно 1000 датских фирм в каждом году.

Из проведенного анализа следует два основных вывода. Во-первых, результаты подтверждают, что более значительное финансирование обычно поступает растущим фирмам и фирмам, действующим в отраслях с высокой зависимостью от внешнего финансирования. Хотя оценка коэффициента при кассовых потоках с запаздыванием не является статистически значимой, она имеет ожидаемый знак.

Во-вторых, регрессии показывают, что из сведений о потоках финансирования, судя по всему, в действительности можно почерпнуть более значительную информацию, чем это позволяют предположить результаты межстранового анализа. Финансирование не только направляется в отрасли с высокими темпами роста, но и избирает в каждой отрасли фирмы с высокими темпами роста.

Вставка 5. Совершенствование финансовой системы: опыт Италии

За период с 1995 по 2004 год финансовый индекс финансовой системы Италии существенно возрос, продемонстрировав значительное улучшение по всем трем основным компонентам: традиционное банковское посредничество, новые формы финансового посредничества и финансовые рынки¹. Отчасти такое развитие объясняется более низким первоначальным уровнем Италии, поскольку финансовые рынки Италии до сих пор остаются недостаточно крупными и на них доминируют банки². Однако внутренние реформы, особо направленные на банковский сектор, корпоративное управление фирм и рынки ценных бумаг, внесли заметный вклад в преобразование финансовой системы в указанный период.

Организационные реформы: приватизация основных финансовых посредников

В 1990-е годы в банковском секторе проводилась масштабная программа приватизации, которая привела к усилению конкуренции между итальянскими банками и к формированию более эффективного и менее концентрированного банковского сектора. Кроме того, многие из приватизированных банков стали котируются на фондовой бирже, что дало им возможность привлекать средства инвесторов самого широкого диапазона и обеспечило соблюдение рыночной дисциплины. К тому же биржевая торговля акциями банков благотворно сказалась и на развитии фондового рынка, повысив его ликвидность.

Была также изменена организация рынка акционерного капитала. После приватизации фондовой биржи в 1998 году была создана Итальянская биржа (Borsa Italiana), на которую была возложена ответственность за управление организованным рынком и его развитие. В дополнение к обязательным механизмам, установленным органами государственного регулирования, на Итальянской бирже в 1999 году был введен добровольный кодекс поведения (“Preda Code”), с тем чтобы гибко решать некоторые проблемы корпоративного управления, которые не могут быть надлежащим образом урегулированы в рамках официальных требований. Стремясь привлечь к котировке фирмы с различными размерами и потребностями в финансировании, что имеет особое значение, учитывая преобладание мелких фирм в Италии, Итальянская биржа создала три отдельных сегмента с разными требованиями к котировкам. Важно то, что такая сегментация открывает более мелким фирмам доступ к финансированию путем выпуска акций на открытом рынке без чрезмерно высоких затрат, связанных с котировкой и соблюдением установленных требований.

Совершенствование нормативно-правовых основ: укрепление защиты инвесторов и содействие финансовым инновациям

В основе более широкого небанковского посредничества лежит доверие инвесторов к системе и ее способности защитить их инвестиции, причем это доверие существенно возросло после вступления в силу Консолидированного закона («Закона Драги») в 1998 году и Закона о сбережениях в 2005 году, принятого после ряда корпоративных скандалов. Наряду с нормативными актами, принятыми Consob (надзорным органом фондовой биржи), новый закон имел большое значение для изменения практики корпоративного управления в Италии, в особенности за счет ряда требований, направленных на улучшение соотношения сил между крупнейшими акционерами и миноритарными инвесторами. Кроме того, благодаря требованиям об обязательной подаче заявок и раскрытии информации о существенных операциях между связанными сторонами была уменьшена привлекательность для крупнейших акционеров сделок в собственных интересах.

Чтобы помочь банкам секьюритизировать и продавать ссуды на рынках капитала, в 1999 году был принят Закон о секьюритизации. Значительно упростившийся порядок секьюритизации расширил источники финансирования банков и улучшил их возможности по управлению рисками. Наконец, что не менее важно, была заложена основа для реализации многих директив ЕС в отношении банковской деятельности и финансового рынка, особенно Директивы о требованиях к капиталу (положения системы «Базель-II») и Директивы ЕС о рынках финансовых инструментов.

Укрепление систем правоприменения: наделение полномочиями органов регулирования

Были четко определены формы сотрудничества между двумя органами надзора (Consob и Банком Италии), на которые было возложено регулирование рынка ценных бумаг, с тем чтобы способствовать обмену информацией и опытом и при этом уменьшить возможное смещение обязанностей. Кроме того, органы регулирования были наделены более широкими полномочиями по расследованию и применению санкций, что обеспечивало более строгое соблюдение установленных правил.

Вставка 5 (окончание)

Незавершенная деятельность

Многое было сделано для модернизации финансовой системы, однако ей предстоит пройти еще длинный путь, чтобы наверстать отставание от наиболее развитых финансовых систем. Несмотря на низкую концентрацию, существуют дополнительные возможности для усиления конкуренции между банками, поскольку средняя цена основных банковских услуг в Италии, по-видимому, является одной из самых высоких в Европе. Аналогичным образом, существуют возможности для сокращения затрат, связанных с котировкой на фондовой бирже; совершенствования и рационализации корпоративного управления, бухгалтерского учета и требований к раскрытию информации для всех корпораций, особенно групп; а также дальнейшего усиления защиты миноритарных акционеров, в основном за счет предоставления права предъявлять коллективные судебные иски и повышения эффективности системы гражданского судопроизводства. Также представляется полезным развитие частного компонента пенсионной системы и дальнейшее отчуждение государственных активов.

¹Ранговые оценки Италии среди 18 стран выборки за период 1995–2004 годов улучшились по всем трем компонентам. Она переместилась с седьмого на четвертое место по традиционному банковскому посредничеству, с семнадцатого на одиннадцатое по новым формам финансового посредничества и с восемнадцатого на четырнадцатое по развитию рынка капитала.

²См. International Monetary Fund (2006a, 2007b).

при увеличении масштабов деятельности и расширило бы возможности для конкуренции в банковском секторе в целом. В то же время введение более строгих ограничений на участие банков в промышленном производстве ослабило бы финансовую заинтересованность банков в состоянии фирм-заемщиков и укрепило бы стимулы для банковского финансирования новых участников рынка товаров.

Помимо банковского кредитования, следует создать равные условия для всех видов финансовой деятельности, чтобы стимулировать разнообразие и интеграцию деятельности посредников. В этом отношении отмена управляемых государством программ льготных депозитов и смягчение верхних пределов процентных ставок и платы за финансовые услуги стимулировали бы создание более широкого диапазона инвестиционных структур. Аналогичным образом, было бы полезно внести в законодательную и нормативную основу изменения, облегчающие выпуск финансовых инноваций, таких как ОАЦБ и ОЗДО (в этой области во многих европейских странах с развитой экономикой наблюдается отставание)¹⁷, а также сложных корпоративных ценных бумаг (например, конвертируемых облигаций).

¹⁷В то же время европейский рынок покрытых облигаций весьма развит. Вместе с тем, поскольку базовые активы покрытых облигаций остаются на балансах банков (и, следовательно, должны подкрепляться соответствующей суммой нормативного капитала), секьюритизация является более эффективным способом, позволяющим банкам привлекать средства и управлять рисками.

Наконец, устранение препятствий для финансовой интеграции, в том числе путем ускорения гармонизации систем регулирования и налоговых режимов, стандартизации клиринговых и расчетных систем и смягчения установленных национальными органами ограничений на трансграничное слияние финансовых посредников, несомненно, повысило бы уровень конкуренции и создало бы благоприятные условия для эффективного проведения финансовых операций¹⁸.

Меры предосторожности

Повышение уровней развития и степени сложности финансовых систем должно сопровождаться совершенствованием основ регулирования и надзора с целью укрепления потенциала оценки рисков и управления ими, а также повышения прозрачности, и в то же время сводить к минимуму угрозу для финансовой стабильности, обусловленную существующими недостатками. Недавние потрясения на финансовых рынках, вызванные обвалом ипотечного рынка США для клиентов с низким уровнем кредитоспособности, подчеркивают необходимость изменения пруденциальных нормативов, — принимаемых самими участниками рынка или устанавливаемых органами регулирования, — в соответствии с финансовыми инновациями. Действительно, недостаточные возможности оценки риска и управления риском и отсутствие прозрачности

¹⁸См. Decressin, Faruquee, and Fonteyne (2007).

в отношении риска невыполнения обязательств контрагентом и организации выпуска кредита представляют собой взаимосвязанные факторы уязвимости, кульминацией которых стали недавние потрясения.

Следует усилить внимание к вопросам *управления риском ликвидности и рыночным риском* в финансовых учреждениях. В той степени, в которой эти учреждения становятся более зависимыми от весьма проциклического и изменчивого оптового финансирования, их следует тщательно регулировать (например, в отношении концентрации источников финансирования) и контролировать их ликвидность. Как правило, по мере того как рыночные операции начинают более широко использоваться как для обеспечения ликвидности, так и для получения прибыли, следует ориентировать пруденциальные оценки не только на риск дефолта, но и на рыночные риски, которые могут снизить ликвидность и платежеспособность финансовых учреждений. Один из очевидных уроков недавних событий состоит в том, что риски ликвидности в полной мере не учитывались, и многие участники рынка плохо управляли этими рисками¹⁹.

Необходимо стимулировать финансовые, особенно небанковские, учреждения к совершенствованию их моделей *оценки риска* по мере усложнения их финансовых систем и проведению более тщательных *надлежащих проверок*. Тенденция многих финансовых учреждений полагаться в оценке риска на рейтинги, составляемые внешними агентствами, может сама по себе оказаться рискованной. Рейтинги таких агентств обычно отражают только их оценку риска дефолта финансовых продуктов, а не рыночного риска или риска изменения стоимостной оценки. Даже в этом случае их модели для оценки риска дефолта обычно весьма чувствительны к определенным допущениям, основанным на ограниченной ретроспективной информации (например, относительно корреляции дефолта по различным базовым активам). В сочетании с недостатком информации о стандартах андеррайтинга чрезмерная опора на заключения рейтинговых агентств может привести к системным и устойчивым ошибкам в оценке рисков, иллюстрацией чего могут являться недавние события²⁰. Рейтинговым агентствам следует совершенствовать свой инструментарий в свете опыта послед-

них событий²¹, в то же время финансовым учреждениям необходимо укреплять собственный потенциал для проведения надлежащих проверок.

Проведению оценок риска способствовало бы повышение *прозрачности в отношении стандартов андеррайтинга* при организации выпуска кредита. Можно рассмотреть целесообразность распространения пруденциального надзора на первоначальных кредиторов, в настоящее время не подлежащих регулированию. Как вариант, стандарты андеррайтинга могут проверяться подлинно независимой третьей стороной.

Было бы также полезно усилить стандарт в отношении *раскрытия информации о риске невыполнения обязательств контрагентом*. Недостаточная информация о рисках, принимаемых участниками рынка, особенно в их условных и забалансовых операциях, делает ситуацию более неопределенной для потенциальных кредиторов и может вызвать сокращение каналов финансирования в периоды напряженности. Могут потребоваться более всесторонний и единообразный учет и регулирование неликвидных финансовых инструментов и условных и забалансовых статей.

Наконец, может быть необходимо дополнительно укрепить *надзорный потенциал* официальных органов. Существуют возможности для более тесного сотрудничества между органами надзора на межотраслевой и трансграничной основе. Страховые компании и пенсионные фонды все в большей степени принимают риски, передаваемые от банков посредством сложных финансовых инструментов. В связи с этим было бы весьма желательно расширить обмен опытом и знаниями между органами, осуществляющими пруденциальный надзор за страховыми и пенсионными секторами, и их коллегами в банках, в тех случаях, когда такой обмен еще недостаточно развит. Может потребоваться проанализировать эффективность систем, применяемых органами регулирования и центральными банками для *урегулирования кризисов*, в частности в работе с отдельными проблемными учреждениями и в случаях нехватки ликвидности в масштабе системы. Ответные меры, принимаемые центральными банками, в целом эффективны, но официальным органам европейских стран, возможно, нужно будет укреплять свой потенциал по принятию коррективных мер на раннем этапе и оперативному вмешательству в деятельность неблагоприятных учреждений в целях поддержания общего уровня уверенности.

¹⁹ В частности, юридические факторы и обеспокоенность относительно рисков для репутации могут заставить банки вновь включить в свой состав забалансовые структуры и выполнить условные обязательства по финансированию.

²⁰ В свою очередь, непрозрачность организации выпуска может побуждать первоначальных кредиторов применять менее строгие стандарты андеррайтинга.

²¹ Например, недавно обсуждался вопрос о разработке показателей риска изменения стоимости в оценках рейтинговых агентств.

2. Регулирование быстрого углубления финансовых рынков в странах Европы с формирующимся рынком

Конвергенция доходов в странах Европы с формирующимся рынком сопровождалась быстрым углублением финансовых рынков. Финансовые посредники выполняли ведущую роль в направлении потоков капитала в регион, от чего в равной степени выиграли и потребители, и производители, и инвесторы. Однако результатом этого стали высокие темпы конвергенции, которая порождает краткосрочные риски и среднесрочные проблемы. Чтобы обеспечить «безопасность движения» на значительной скорости и, следовательно, плавную конвергенцию, директивным органам следует действовать осмотрительно. В условиях связанной с этим неопределенности существенное значение будет иметь снижение уязвимости и формирование буферов. В тех случаях, когда конвергенция сопряжена с крупными внешними дисбалансами, задача заключается в том, чтобы «подготовиться к крутому повороту», то есть устранить эти дисбалансы, не прибегая к болезненной корректировке. Для этого потребуются беспрепятственный приток ресурсов в производительные инвестиции, особенно в сектор внешнеторговых товаров. Директивные органы должны укрепить финансовые системы и повысить гибкость рынков труда и капитала.

В течение ряда лет финансовые системы стран Европы с формирующимся рынком играли ключевую роль в конвергенции и интеграции этих стран с экономически развитыми странами. Наряду с прямыми иностранными инвестициями (ПИИ) финансовые системы были главными каналами огромного притока капитала в регион. Финансовые посредники в большинстве стран-получателей способствовали быстрому, а порой и стремительным, темпам углубления финансовых рынков.²²

Примечание. Основными авторами данной главы являются Рудольф Бемс и Филип Шеллекенс. Аналитическое исследование, лежащее в основе данной главы, и подробная информация об имитационных расчетах представлены в работе Bems and Schellekens (2007).

²² Углубление финансовых рынков в настоящем документе будет узко пониматься как экспансия кредита, предоставляемого резидентным нефинансовым корпорациям и домашним хозяйствам.

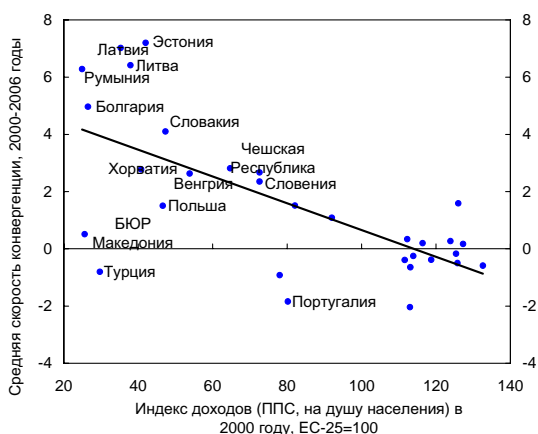
Быстрое углубление финансовых рынков повлекло за собой как выгоды, так и риски для заемщиков и инвесторов. Выгоды выражаются в сглаживании потребления, диверсификации и распределении риска, однако не все извлекают их в равной мере. Темпы углубления финансовых рынков заметно различаются по странам. И существуют опасения, что в некоторых странах эти темпы слишком высоки, что создает риски для макроэкономической и финансовой стабильности.

Директивные органы пытались решить вопрос о том, следует ли регулировать процесс быстрого углубления финансового рынка и каким образом это делать. По мнению некоторых наблюдателей, страны неуклонно приближаются к процветанию, и риски блекнут по сравнению с выгодами. Между тем, другие считают, что риски высоки и все более возрастают, о чем свидетельствует усиление дисбалансов. И усилия тех, кто пытался замедлить притоки капитала и кредитную экспансию, были сорваны, поскольку существующие варианты политики оказались либо ограниченными, либо неэффективными.

С учетом вышесказанного в данной главе после обзора роли финансов в процессе конвергенции приводятся доводы в пользу двуединого подхода к решению проблем экономической политики, связанных с быстрым углублением финансовых рынков.

- *Безопасное движение на высокой скорости.* Принимая во внимание ограниченный успех мер политики для замедления темпов роста кредита, директивным органам необходимо сосредоточить усилия на сокращении уязвимости и наращивании резерва безопасности. Такая предосторожность целесообразна в силу неопределенности того, в какой мере наблюдаемые темпы конвергенции представляют собой равновесное явление. Кроме того, это обеспечивает защиту от внезапных изменений в настроениях рынка, которые могут быть не связаны с экономическими детерминантами страны.

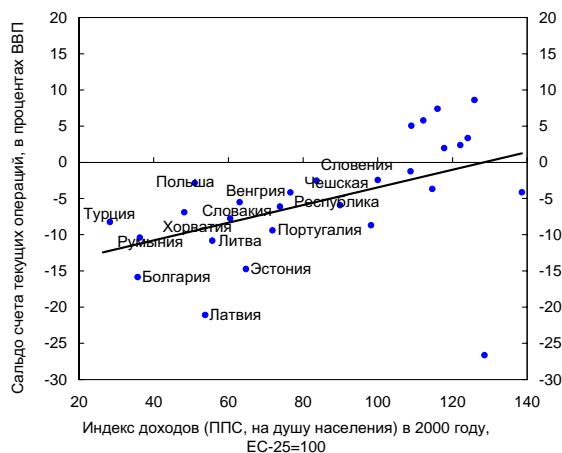
Рисунок 21. Конвергенция в Европе, 2000-2006 годы



Источник: Евростат; расчеты персонала МВФ.

Примечание. В каждый период уровни доходов отдельных стран индексируются таким образом, что среднее значение по ЕС-25 нормализуется до 100. Уровни доходов основаны на данных Евростата о доходах на душу населения, скорректированных по паритету покупательной способности. Средняя скорость конвергенции измеряется как геометрическое среднее изменение индекса за период с 2000 по 2006 год. Выборка включает страны ЕС-25, Исландию, БЮР Македонию, Румынию, Турцию, Хорватию и Швейцарию.

Рисунок 22. Сальдо счетов текущих операций и уровни доходов в Европе, 2006 год



Источник: Евростат; расчеты персонала МВФ.

Примечание. В каждый период уровни доходов отдельных стран индексируются таким образом, что среднее значение по ЕС-25 нормализуется до 100. Уровни доходов основаны на данных Евростата о доходах на душу населения, скорректированных по паритету покупательной способности. Выборка включает страны ЕС-25, Исландию, БЮР Македонию, Румынию, Турцию, Хорватию и Швейцарию.

- *Подготовка к крутому повороту.* Часто упускается из виду, что поступательный процесс конвергенции повлечет за собой коренную переориентацию экономики охваченных им стран. Необходимо будет изменить направление затяжных дисбалансов счетов текущих операций и перенаправить ресурсы в сторону производительных инвестиций, особенно

во внешнеторговом секторе, с тем чтобы способствовать быстрому росту экспорта; в противном случае может последовать резкая коррекция или длительный период медленного экономического роста. Субъекты частного сектора должны понимать, что такой поворот событий неизбежен. Представляется целесообразным сосредоточить усилия на реформах, которые помогут плавному перебалансированию источников роста.

Роль финансов в конвергенции

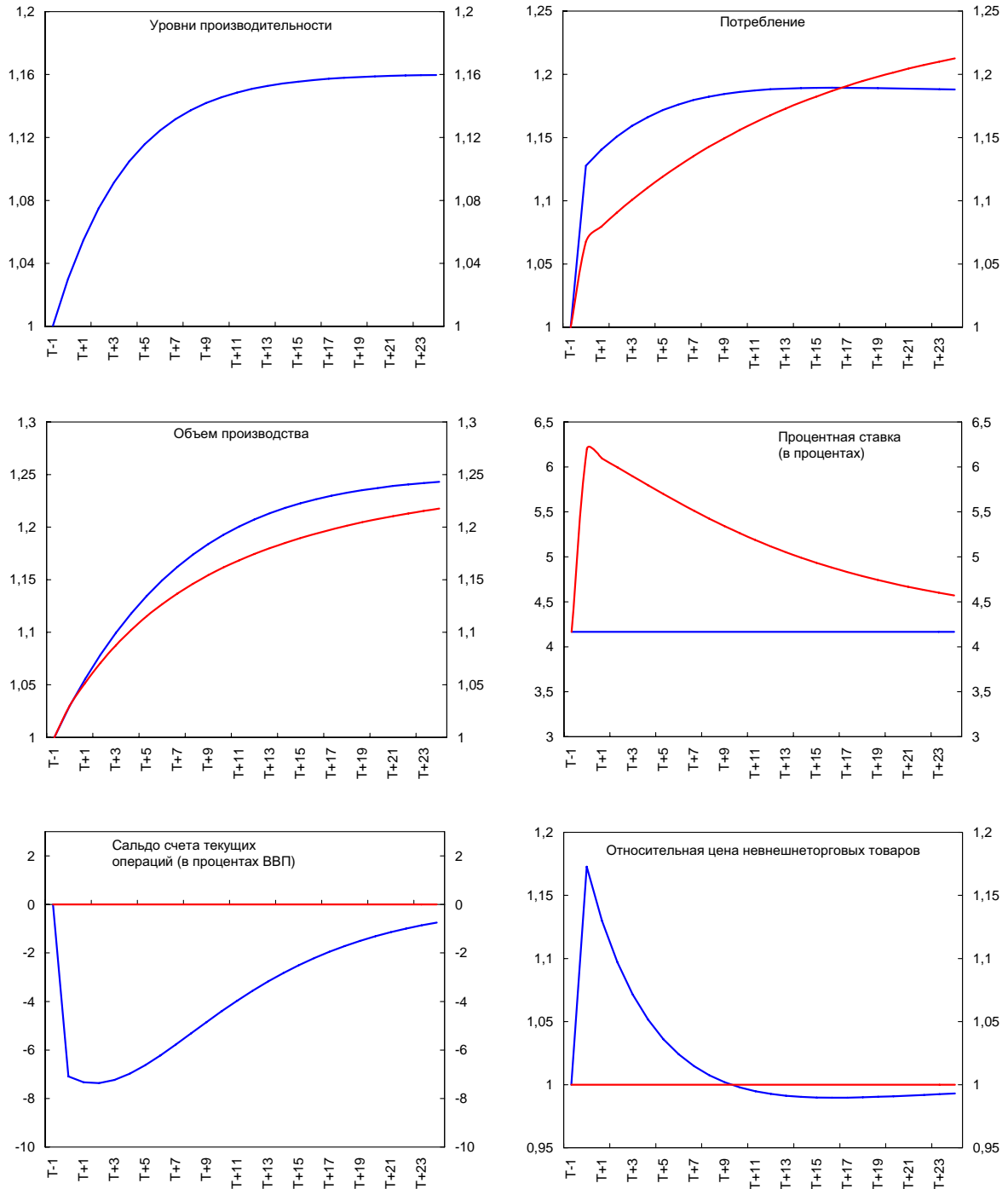
Притоки капитала и углубление финансового рынка

Конвергенции в странах с формирующимся рынком значительно способствовали огромные притоки капитала. За последние два десятилетия стало очевидно, что потенциал экономического роста в этих странах очень высок. Когда их экономика стала открытой, а финансовые системы достигли базового порога развития, инвесторы воспользовались этим для вливания капитала, тем самым ускорив процесс конвергенции. Уровни доходов быстро сближались с показателями развитых стран, причем наиболее быстрый прогресс отмечался в странах Балтии, Болгарии и Румынии (рис. 21), имевших исходно низкие уровни доходов. Неудивительно, что в этих странах также наблюдался крупнейший дефицит по счету текущих операций в регионе (рис. 22).

Теоретически самый быстрый путь к процветанию предполагает определенный уровень притока капитала (рис. 23). Если капитал не поступает в страну — возможно, потому что кредиторы обеспокоены способностью страны погашать долг, — потребление и инвестиции будут расти более медленно. Потребуется откладывать сбережения для финансирования экспансии, и стимул для этого обеспечат более высокие процентные ставки. Притоки капитала форсируют данный процесс: рост потребления может ускоряться быстрее, и оно может увеличиться задолго до повышения объема производства.

Финансовые системы играли решающую роль посредников при размещении притоков капитала в страны Европы с формирующимся рынком, повышая темпы углубления финансовых рынков. Первоначально финансовые средства поступали в значительном объеме, и львиную долю в них составляли ПИИ. Однако по мере продвижения процесса финансового развития и банковской консолидации, которым способствовали иностранные инвесторы, главную роль стали играть финансовые системы.

Рисунок 23. Конвергенция с учетом и без учета потоков капитала



Источник: расчеты персонала МВФ.

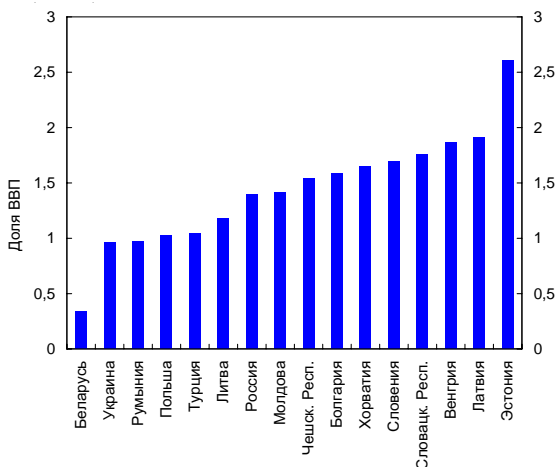
Примечание. Случаи, включающие потоки капитала и не включающие их, представлены голубыми/красными линиями. Отметим, что шок в области производительности одинаков в обоих случаях. Временные интервалы выражены в годах. Подробные сведения о построении модели приведены в работе Bems, Rudolph and Philip Schellekens, 2007, "Rapid Financial Deepening: A Unified Framework," IMF Working Paper 07/XX (Washington: International Monetary Fund).

Таблица 4. Кредит нефинансовым корпорациям и дом. хозяйствам, 2000–2006 (В процентах ВВП)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Средне- годовое изменение
Болгария	14,9	16,3	21,4	28,5	41,4	50,1	62,1	6,7
Хорватия	49,9	52,4	63,6	66,7	70,1	83,5	96,6	7,8
Чешская Республика	...	34,2	31,1	33,2	34,5	38,5	45,0	1,8
Эстония	28,5	30,4	33,0	37,6	48,1	67,4	95,4	9,6
Венгрия	35,6	35,5	36,3	42,9	45,6	50,8	55,6	2,9
Латвия	19,5	25,8	31,8	40,6	51,1	70,8	93,1	10,5
Литва	14,8	15,0	16,7	23,0	28,6	38,3	54,0	5,6
Польша	24,3	25,3	26,5	28,2	26,9	28,8	34,7	1,5
Румыния	12,4	13,5	15,3	18,6	21,5	25,9	34,6	3,2
Россия	15,7	18,8	20,9	24,8	27,4	30,6	33,6	2,6
Сербия	...	12,0	14,9	14,4	18,1	23,3	24,3	2,1
Словакия	...	...	...	32,3	29,7	35,3	40,1	2,0
Словения	44,4	46,9	49,0	51,7	54,9	67,4	76,9	4,6
Украина	12,2	14,6	19,5	27,4	28,9	37,1	51,7	5,6
Турция	30,7	32,8	25,0	24,9	27,8	34,4	43,2	1,8

Источник: Банк международных расчетов; официальные органы стран; расчета персонала МВФ. Примечание. Данные включают прямой трансграничный кредит. Среднегодовое изменение относится к изменению отношения кредита к ВВП, в процентных пунктах, за период выборки по каждой стране.

Рисунок 24. Доля иностранных активов и обязательств в ВВП, 2005 год (В процентах)



Источник: МВФ, «Международная финансовая статистика».

средства поступали в значительном объеме, и львиную долю в них составляли ПИИ. Однако по мере продвижения процесса финансового развития и банковской консолидации, которым способствовали иностранные инвесторы, главную роль стали играть финансовые системы.

Углубление финансовых рынков почти всецело было обусловлено масштабной экспансией кредита, выделяемого при посредничестве банков (таблица 4). Но такая экспансия никоим образом не является одинаковой в разных странах, отчасти из-за различий в отправных точках. Несмотря на очень быстрые темпы углубления финансовых рынков в странах Балтии и на Балканах, в других странах, например, в Чехии и Польше, по крайней мере до последнего времени, они были гораздо умереннее.

Финансовая глобализация и риск

Поразительным аспектом конвергенции в странах Европы с формирующимся рынком является то, что она

происходит на фоне растущей финансовой глобализации. Финансовая глобализация создала огромные возможности для диверсификации и распределения риска, что еще более усиливает роль финансов в конвергенции. Степень финансовой глобализации, измеряемая отношением совокупных внешних активов и обязательств к ВВП, достигла высоких уровней во многих европейских странах с формирующимся рынком (рис. 24). Более того, как показано на рисунке 22, капитала перемещается из более богатых стран в более бедные.

В процессе конвергенции собственно диверсификация и распределение риска обеспечиваются за счет операций иностранных банков и притока ПИИ. В поисках более высокой рентабельности иностранные банки диверсифицировали свою деятельность, предоставляя аффилированным структурам за рубежом крупные суммы рискованного капитала. Этот рискованный капитал используется для финансирования инвестиционных возможностей, приносящих более высокую прибыль. Механизм распределения риска, характерный для ПИИ, хорошо известен: ПИИ предполагают использование потенциала получения прибыли, но и допускают отчасти сопряженный с этим риск.

В принципе, более эффективное распределение риска способствует повышению благосостояния и может дополнительно ускорить процесс конвергенции. Неопределенность в отношении результата является неотъемлемой частью этого процесса, особенно, если текущие изменения определяются ожидаемым будущим повышением уровней производительности и доходов. Финансовая глобализация может позволять передачу риска тем субъектам, которые в наибольшей степени готовы принять его. Поэтому с точки зрения заемщиков возможности более эффективного распределения риска повышают привлекательность притоков иностранного капитала и увеличивают дефицит по счету текущих операций.

Две стадии конвергенции

Каким образом приток капитала и процесс углубления финансовых рынков позволяют странам приблизиться к более высоким уровням доходов? Полезно выделить — в упрощенной форме — две стадии конвергенции, ставящие перед экономической политикой характерные проблемы.

- *Стадия экспансии* отмечена крупными притоками капитала, увеличением дефицита по счету текущих операций и ускорением роста расходов на внешне-торговые и невнешнеторговые товары. В то время как внешнеторговые товары можно легко ввезти из-за границы, невнешнеторговые должны производиться в самой стране, что создает узкое место на стадии экспансии. Избыточный спрос будет увеличивать отно-

сительную цену невнешнеторговых товаров, вызовет повышение реального обменного курса и в результате приведет к перераспределению ресурсов в пользу сектора невнешнеторговых товаров.

- Если исключить катастрофические события, за этим следует *стадия переориентации*, которая характеризуется перебалансированием счета текущих операций. Будет происходить постепенное наращивание производственных мощностей в секторе невнешнеторговых товаров, что ослабит давление на цены. Относительная цена невнешнеторговых товаров будет снижаться, и ресурсы будут перемещаться обратно во внешне торговый сектор. Потребуется расширение данного сектора для удовлетворения внутреннего спроса и обслуживания внешнего долга.

Совершенно ясно, что большинство стран Европы с формирующимся рынком до сих пор находятся на первой стадии конвергенции — стадии экспансии. Об этом свидетельствует достаточно высокий потенциал наверстывания отставания от уровней доходов развитых стран. Это очевидно и потому, что идущий в настоящее время процесс углубления финансовых рынков все еще приносит непропорционально высокие выгоды сектору невнешнеторговых товаров. Например, если в период 2000–2006 годов наблюдалась стагнация кредитования нефинансового внешне торгового сектора, объем кредитов сектору невнешнеторговых товаров увеличился более чем в два раза (рис. 25). Аналогичным образом за тот же период кредиты домашним хозяйствам на жилищные цели выросли в три раза, а потребительский и другие виды кредита — примерно в два раза (рис. 26).

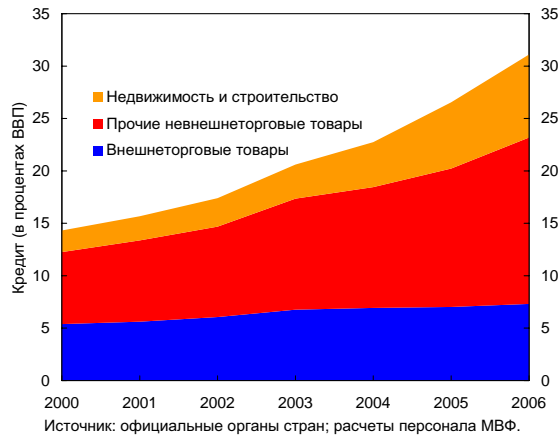
Безопасное движение на высокой скорости

Что можно сделать, чтобы гарантировать, что стадия экспансии будет протекать бесперебойно и выведет страну на надежный путь повышения благосостояния и ускорения экономического роста? Очевидно, чем быстрее конвергенция, тем скорее реализуются выгоды, однако тем более вероятно возникновение рисков. Поэтому основной проблемой на стадии экспансии будет «безопасность движения». Но каковы ограничения скорости? Как определить, не нарушаются ли они? И какая роль отводится здесь директивным органам?

Знаем ли мы ограничения скорости?

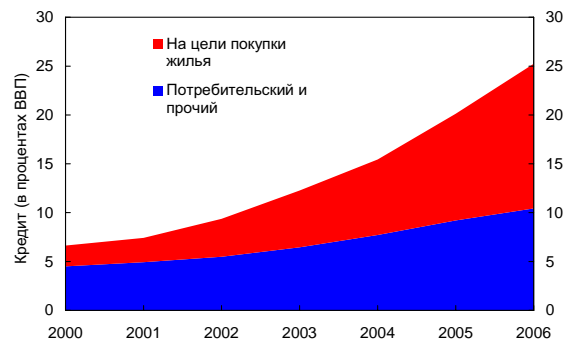
Неудивительно, что этот вопрос создает благодатную почву для споров. Ограничения скорости притока капитала и углубления финансового рынка не только трудно измерить — они еще и не однородны в разных странах и

Рисунок 25. Кредит нефинансовым корпорациям, 2000–2006 годы



Примечание. Показатели кредита не включают прямой кредит из-за границы. В выборку стран входят Болгария, Венгрия, Латвия, Литва, Польша, Россия, Румыния, Сербия, Словацкая Республика, Словения, Украина, Турция, Хорватия, Чешская Республика и Эстония.

Рисунок 26. Кредит домашним хозяйствам, 2000–2006 годы



Примечание. Показатели кредита не включают прямой кредит из-за границы. В выборку стран входят Болгария, Венгрия, Латвия, Литва, Польша, Россия, Румыния, Сербия, Словацкая Республика, Словения, Украина, Турция, Хорватия, Чешская Республика и Эстония.

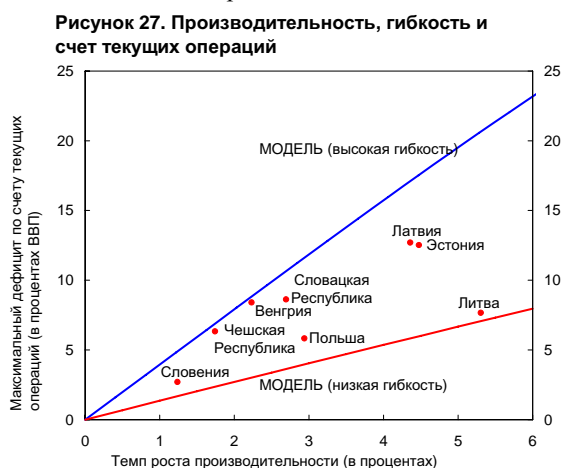
не фиксируются по времени. Рассмотрим три следующих важных фактора, которые определяют эти ограничения.

- *Прирост производительности.* Насколько в действительности безоблачным является будущее? Ответ на этот вопрос будет иметь существенное значение для оптимального ограничения скорости. Более высокая будущая производительность будет служить основанием для более высокой скорости или, иными словами, для более крупного дефицита по счету текущих операций. Но более крупный дефицит также предполагает более значительный переток ресурсов в пользу сектора невнешнетор-

говых товаров и из него, что приводит к усилению колебаний цен.

- *Гибкость рынков факторов производства.* Насколько гибко может экономика адаптироваться к этому светлому будущему? В данном отношении решающее значение имеет гибкость рынков труда и капитала. Более высокая гибкость означает большую совместимость с более высокими ограничениями скорости и с более серьезными дисбалансами.
- *Финансовое развитие.* Прежде всего, насколько высок уровень финансового развития страны? Страны Европы с формирующимся рынком по-прежнему существенно отличаются от стран с развитой экономикой с точки зрения финансового регулирования, надзора и инфраструктуры. Там, где оправданы дальнейшие реформы, конвергенция и углубление финансового рынка будут ускоряться. Вместе с тем скорость углубления финансового рынка должна оставаться соизмеримой с уровнем финансового развития. Так, без надежных механизмов реализации залога быстрая кредитная экспансия может привести к возникновению излишних системных рисков.

Теория предлагает лишь качественные рекомендации. Тем не менее рисунок 27 наводит на размышления. Теоретически более крупный дефицит по счету текущих операций согласуется с более значительными улучшениями производительности (линии с положительным наклоном, полученные в результате расчетов по имитационным моделям), а гибкость рынков труда и капитала предоставляет более широкие возможности для внешних



Источник: расчеты и результаты моделирования персонала МВФ.

Примечание. Эмпирические данные: годовой среднегеометрический темп роста совокупной факторной производительности в 2000–2005 годы и отношение максимального дефицита по СТО к ВВП в 2000–2006 годы. Моделируемые данные: шок включает устойчивое повышение темпа роста производительности. Подробная информация о моделировании приведена в работе Bems and Schellekens, 2007.

заимствований при заданном повышении производительности (голубые линии по сравнению с красными). Нанесение на график фактических данных показывает, что ответ на вопрос о том, является ли дефицит по счету текущих операций слишком высоким, зависит от множества факторов. Если бы гибкость факторов была низкой (красная линия), тогда оказалось бы, что все страны превысили скорость. Напротив, если бы рынки факторов производства были чрезвычайно гибкими (голубая линия), оказалось бы, что все они двигаются медленно. Таким образом, ограничения скорости во многом неизвестны, но рост производительности и гибкость рынков факторов производства имеют ключевое значение для повышения устойчивости счета текущих операций.

Нарушение скоростного режима

Когда движение становится небезопасным, очевидная роль директивных органов предполагает вмешательство. В самом деле, если скорость превышена, стремительная конвергенция и быстрое углубление финансового рынка порождают целую череду проблем, которые требуют решения. И финансовый сектор может усугубить эти проблемы. В этом отношении политические сложности, с которыми столкнулась Латвия, являются интересным примером для целевого исследования (вставка б).

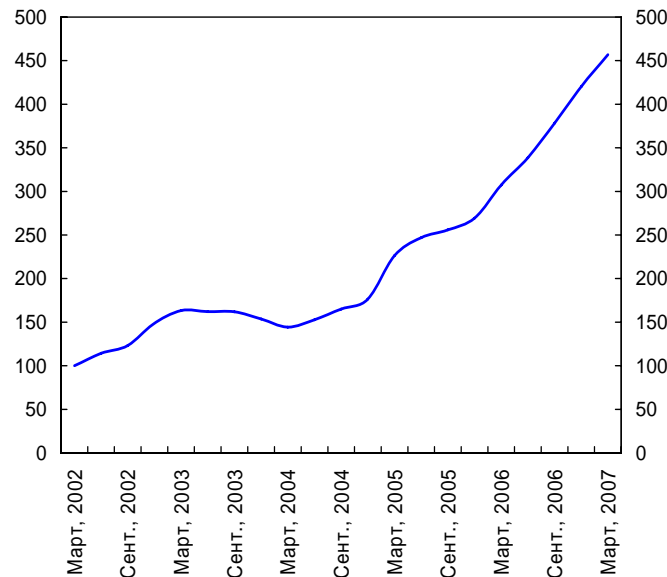
Среди макроэкономических трудностей серьезной проблемой является то, что превышение скорости приводит к превышению спроса над предложением, что оказывает чрезмерное давление в сторону роста цен и заработной платы и вызывает перегрев экономики. Обычно предполагается, что денежно-кредитная и налогово-бюджетная политика позволяют контролировать такое развитие событий, но в небольших странах, сталкивающихся с мощными потоками капитала, их действенность ограничена. Поэтому перегрев экономики может быть связан с потерей конкурентоспособности и вздутием цен на активы. Впоследствии, когда произойдет корректировка обменных курсов или цен на активы, могут возникнуть проблемы обслуживания долга, особенно, если эта корректировка будет носить внезапный характер (как продемонстрировали недавние кризисы в странах с формирующимся рынком).

Вставка 6. Решение проблем «превышения скорости» финансового развития в Латвии

В последнее десятилетие в Латвии происходила очень быстрая конвергенция уровней доходов, возможно, более активная, чем в других недавно вступивших в ЕС странах. Более тесная интеграция товарных рынков, рынков капитала и труда в остальную часть Европы создала благоприятные возможности для инвестиций и стимулировала крупные притоки внешнего финансирования. Вследствие этого возросли основные фонды, расширилась технологическая база и появились новые возможности для занятости, как в Латвии, так и за рубежом.

Вместе с тем быстрый рост кредита и заработной платы недавно заставил Латвию отклониться от траектории сбалансированного и устойчивого экономического роста. Усилился перегрев экономики, что обусловило рекордный уровень дефицита по счету текущих операций и увеличение внешней задолженности. Быстрый рост кредита в евро привел к значительным несоответствиям валют активов и пассивов в балансах домашних хозяйств и корпораций. Проциклическая макроэкономическая и пруденциальная политика усугубила эти тенденции.

Динамика реальных цен на жилье



Источник: Латио (брокер по операциям с недвижимостью).

Примечание. Дефлятировано по гармонизированному индексу потребительских цен; 1 кв. 2002 г. = 100.

Крупные заимствования на приобретение недвижимости привели к переориентации ресурсов в пользу сектора невнешнеторговых товаров в ущерб конкурентоспособности. Такой искаженный характер развития отражает недостаточный уровень налогообложения недвижимости по сравнению с другими секторами и бытующее в банковской среде представление о том, что ипотечное кредитование менее рискованно, чем кредитование обрабатывающей промышленности. Привлекательности недвижимости как средства сбережения способствовали отрицательные реальные процентные ставки, отсутствие альтернативных инструментов сбережения и — до недавнего времени — устойчиво быстрый рост цен на жилье; все эти факторы усиливали ощущение стопроцентного выигрыша. Небольшие размеры Латвии и ограниченность трудовых ресурсов затрудняли развертывание крупных, ориентированных на экспорт проектов в обрабатывающей промышленности.

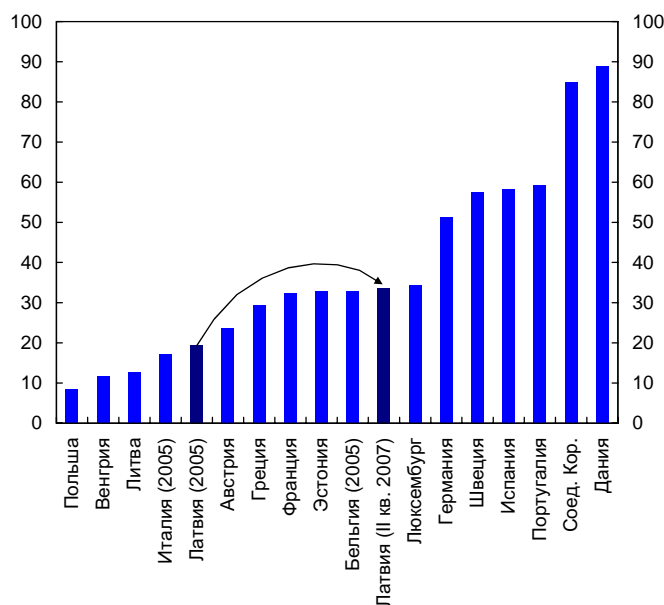
Для возврата на траекторию сбалансированного роста потребуются усилия по сокращению внутренних расходов и роста заработной платы.

- Непосредственную отдачу обеспечит отказ от проциклической налогово-бюджетной политики. Это послужит сигналом обеспокоенности государства усилением дисбалансов, а также охладит излишне оптимистичные ожидания частного сектора.

Вставка 6 (окончание)

- Усилия, направленные на ограничение кредитования и улучшение структуры рисков, сопряженных с вновь выданными кредитами, позволят смягчить риски для макроэкономической и финансовой стабильности. Достижению этих целей будут способствовать предоставление ссуд только на основании юридически подтвержденных доходов, создание полного реестра всех займов и требование минимального 10-процентного первоначального взноса.
- Дополнительные меры в области финансового регулирования помогут заставить банки интернализировать системные риски на рынках недвижимости и валютных рынках. Орган финансового регулирования может активизировать проверки крупных банков на местах, с тем чтобы убедиться, что модели кредитного риска соответствуют условиям Латвии.

Ипотеки населения в Латвии и отдельных странах
(В процентах ВВП)



Источники: официальные органы Латвии; European Mortgage Federation; Eurostat; оценки персонала МВФ.
Примечание. Ипотеки приведены по состоянию на 2006 год, если не указано иное.

Необходимо предпринять дополнительные усилия, чтобы перебалансировать стимулы для инвестиций во внешнеотраслевой сектор.

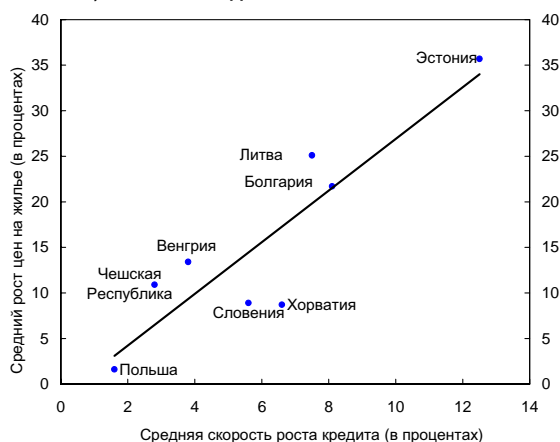
- Следует ослабить стимулы для инвестиций в недвижимость. Недавнее повышение налогов на недвижимость и планы периодической переоценки кадастровой стоимости — шаги в правильном направлении. Но для того чтобы они принесли результаты, необходимо укрепить правоприменение в сфере налогообложения недвижимости.
- Посредством соглашений о заработной плате государственный сектор мог бы продемонстрировать свое понимание того, что рост заработной платы должен находиться в соответствии с ростом производительности. Точно так же социальные партнеры могли бы добиться консенсуса в отношении ограничения заработной платы.
- В более общем смысле смещение в сторону продукции с более высокой добавленной стоимостью влечет за собой расширение участия работодателей в формировании учебных планов, а также установление в качестве приоритетов структурных фондов ЕС задач развития людских ресурсов, предпринимательства и инноваций в традиционных и новых экспортных секторах.

Примечание. Основным автором данной вставки является Гэвин Грей.

В ряде ситуаций финансовый сектор может усугубить такую уязвимость.

- Финансовый сектор может усилить *изменчивость* экономики через «финансовый акселератор» (Kiyotaki and J. Moore, 1997). При кредитовании банки и финансовые учреждения обычно требуют предоставления залогового обеспечения. Когда цены на активы растут, то же самое происходит и со стоимостью залогового обеспечения, что «ускоряет» расширение возможностей заемщиков по получению кредита. Однако вполне возможно, что причиной роста цен на активы вообще был первоначальный кредит. Вывод состоит в том, что взаимодействие стоимости кредита и залогового обеспечения обычно приводит к усилению изменчивости цен (рис. 28).
- Поскольку финансовые учреждения конкурируют за долю на рынке, это может приводить к ухудшению *стандартов кредитования*. В итоге домашние хозяйства и корпорации могут накопить слишком большой долг или принять чрезмерный риск, например, из-за кредитов в иностранной валюте или исключительно по переменным процентным ставкам. Такое поведение играло важную роль в кризисе низкокачественных ипотечных кредитов в США. В странах Европы с формирующимся рынком главным поводом для беспокойства является значительная доля непогашенных обязательств в иностранной валюте (рис. 29).
- *Чрезмерное доверие* может создать предпосылки для цикла подъемов и спадов. Чрезмерное доверие может возникнуть в связи с перспективами введения евро или присоединения к ЕС. У заемщиков и кредиторов могут быть завышенные представления о производительности и доходах. Финансовый сектор может разрешать излишне оптимистично настроенным экономическим агентам осуществлять заимствования, что вызовет рост цен до уровня, превышающего обусловленный экономическим детерминантами (рис. 30). Вместе с тем, если ожидания не подтвердятся, спад будет еще более серьезным.
- *Ценная реакция иностранных банков* создает дополнительные проблемы. Несомненно, значительное присутствие иностранных банков (рис. 31) повысило доступность кредита и способствовало финансовому развитию и реформе в более общем смысле. Действительно, поддержка со стороны хорошо капитализированных материнских банков снижает подверженность банков местным финансовым условиям. Поэтому иностранным банкам приписывалось также обеспечение определенной степени стабильности.

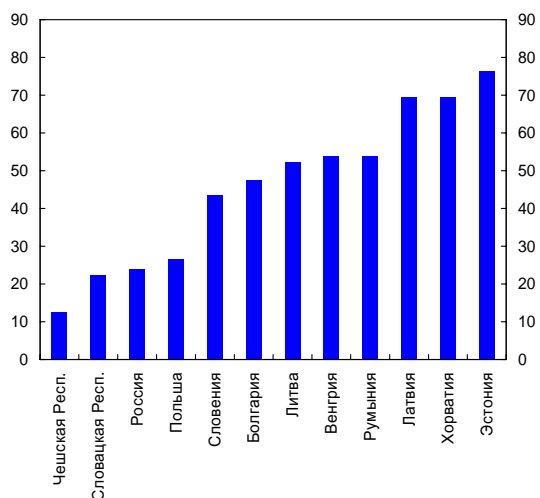
Рисунок 28. Скорость роста кредита и цены на жилье, 2002–2006 годы



Источник: Égert and Mihajek, таблица 1; расчеты персонала МВФ. Примечание. Скорость роста кредита определяется как годовой прирост отношения кредита к ВВП в процентных пунктах, усредненный за период с 2002 по 2006 год. Показатель кредита включает прямой трансграничный кредит и относится к домашним хозяйствам и нефинансовым корпорациям.

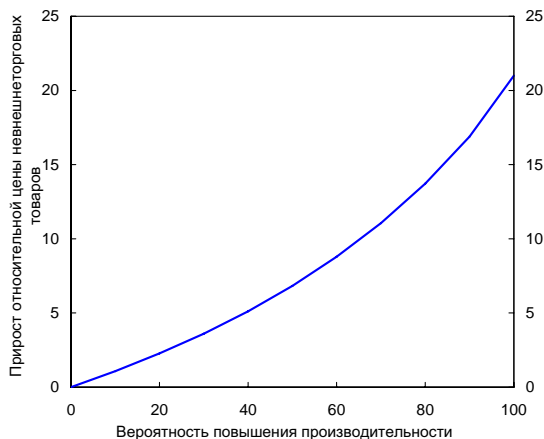
И все же концентрированное присутствие большого числа международных участников и сходный характер их деятельности определяют подверженность стран с формирующимся рынком рискам, носящим цепной характер и связанным с обращением к одним и тем же кредиторам (таблица 5). Изменения в настроениях рынков или стратегические сдвиги на уровне материнских банков могут усилить воздействие внешних потрясений на принимающую страну и вызвать «волновые эффекты» во всем регионе.

Рисунок 29. Доля займов в иностранной валюте в общем объеме займов, 2006 год
(В процентах)



Источник: Европейский центральный банк; официальные органы стран.

Рисунок 30. Влияние уровня доверия на относительные цены невенешнеторговых товаров
(В процентах)



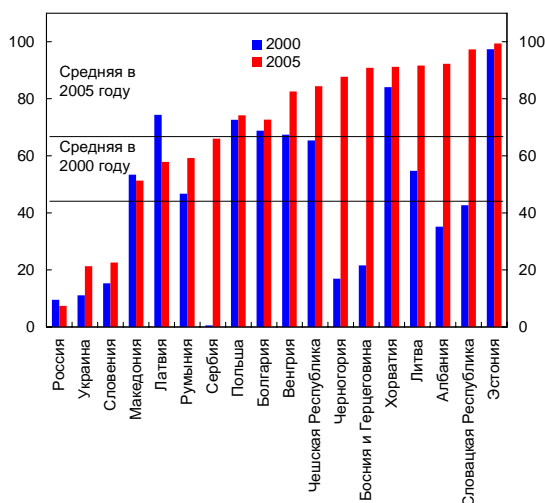
Источник: результаты моделирования персонала МВФ.
Примечание. Показатель вероятности относится к вероятности того, что производительность повысится в конечном счете. Повышение цен внешнеторговых товаров происходит относительно исходных значений в устойчивом состоянии до шока. Подробная информация о моделировании приведена в работе Bems and Schellekens, 2007.

Таблица 5. Открытые позиции банков в странах с формирующимся рынком, 2006 год (в процентах от совокупной открытой позиции)

	Австрия	Бельгия	Швейцария	Германия	Франция	Италия	Португалия	Финляндия
ЕС-10	34,7	5,6	10,3	2,6	1,9	11,4	6,6	9,9
Болгария	0,9	...	...	...	...	0,5	...	...
Чешская Республика	8,9	2,6	...	0,2	1,0	0,6	0,1	...
Эстония	0,1	...	3,6	...	...	...	...	3,9
Венгрия	6,2	1,2	0,0	0,7	0,2	2,6	0,3	...
Латвия	0,1	...	3,3	0,1	...	...	...	2,6
Литва	0,1	...	2,9	0,1	...	...	...	3,2
Польша	2,8	1,0	0,5	0,8	0,2	4,8	6,2	0,1
Румыния	8,7	...	...	0,5	0,4	0,8	...	...
Словацкая Республика	5,6	0,6	...	0,1	...	2,5	...	...
Словения	2,2	0,2	...	0,1	0,1	0,1	...	...
Др. страны Евр.с форм.рын.	14,6	1,0	0,4	1,7	1,2	7,0	1,0	0,5
Др. страны с форм.рынком	1,0	0,6	0,5	1,6	1,6	1,0	4,1	0,4
Остальной мир	49,6	92,8	88,7	94,1	95,3	80,5	88,3	89,2

Источник: Банк международных расчетов.

Рисунок 31. Доля активов иностранных банков, 2000 и 2005 годы
(В процентах)



Источник: Европейский банк реконструкции и развития; расчеты персонала МВФ.

Снижение уязвимости и формирование буферов

На фоне значительной неопределенности относительно правильного скоростного режима, но при всеобщем понимании потенциальных издержек, связанных с уязвимостью, директивные органы большинства стран приняли конкретные меры для устранения уязвимых мест. Была ужесточена макроэкономическая политика: повышены процентные ставки или нормативы обязательных резервов и ликвидности и уменьшен бюджетный дефицит или накопление профицита. Кроме того, были ужесточены нормы пруденциального регулирования и надзора и усилен мониторинг, с тем чтобы гарантировать соблюдение банками надлежащих стандартов кредитования. В нескольких случаях были введены предельные нормы обязательных резервов для внешних заимствований (Hilbers, Ötker-Robe, and Pazarbasioğlu, 2007).

Эти меры помогли сдержать кредитную экспансию, однако быстрый рост кредита остается в большинстве стран серьезной проблемой. В странах с относительно жесткой налогово-бюджетной политикой по-прежнему наблюдаются очень крупные притоки капитала и дефицит по счетам текущих операций (например, в Болгарии и Эстонии). Быстрый рост депозитов или легкий доступ к финансированию со стороны материнского банка ограничивал любое возможное воздействие этих мер политики на стоимость банковских средств. Значительное ужесточение норм обязательных резервов, по-видимому, оказало в лучшем случае временное воздействие на рост кредита, поскольку заемщики и банки нашли пути обхода этих мер контроля (как это произошло, например, в Хорватии и Латвии). В тех случаях, когда контроль приводит к прямым заимствованиям из-за границы, могут возникать пруденциальные проблемы. Наконец, в литературе показано, что меры контроля за операциями с капиталом, помимо того, что они по большей части неосуществимы в государствах-членах ЕС, не могут оказывать долговременное воздействие (IMF, 2007с).

Что еще может быть сделано? Когда экономический бум стал фактом, а меры политики, направленные на противодействие сложившимся тенденциям, в основном безрезультатны, первостепенной задачей становится дальнейшее снижение уязвимости и наращивание резерва безопасности. Директивные органы должны действовать прагматично и принимать в расчет самый неблагоприятный сценарий. Такой подход будет согласовываться с усилением или сохранением следующих мер (в скобках приводятся выборочные примеры стран, в которых МВФ поддерживал эти меры).

- *Ужесточение макроэкономической политики:* ужесточение налогово-бюджетной политики, с тем чтобы ослабить существующее давление со стороны

спроса или не допустить его усиления (страны Балтии), устранение фискальных стимулов, способствующих буму в секторе невнешнеторговых товаров (Латвия), а также проведение политики в области доходов, стимулирующей ограничение заработной платы, которое поддерживается ростом производительности (Румыния), ужесточение денежно-кредитной политики (Украина) и повышение норм обязательных резервов (Болгария).

- *Повышение пруденциальных стандартов:* меры в сфере пруденциального регулирования, направленные на устранение искажений в банковском кредитовании, связанных, например, с рискованным распределением по секторам, нехеджированным валютным заимствованием, неосмотрительным поведением банков в области финансирования или вздутыми ценами на недвижимость; определение требований в отношении минимального размера капитала для конкретных банков и, при необходимости, их повышение; внедрение перспективного надзора, основанного на оценке рисков (Болгария, Латвия, Румыния и Словакия).
- *Улучшение сотрудничества и координации в сфере надзора:* гарантирование действенной реализации мер пруденциального регулирования и надзора за счет обеспечения адекватных возможностей правоприменения, международное сотрудничество между органами надзора стран происхождения и принимающих стран, а также координация между органами надзора за небанковскими финансовыми учреждениями, с тем чтобы не допустить возможность уклонения от закона (Литва, Польша, Словакия, Чехия и Эстония). *Улучшение раскрытия информации о рисках:* содействие более широкому раскрытию информации и углублению представлений о рисках за счет проведения кампаний по информированию общественности, а также укрепление рыночной дисциплины банков посредством ужесточения требований к раскрытию информации об управлении рисками и политике и практике внутреннего контроля (страны Балтии, Венгрия, Польша, Словакия и Хорватия).

Подготовка к крутому повороту

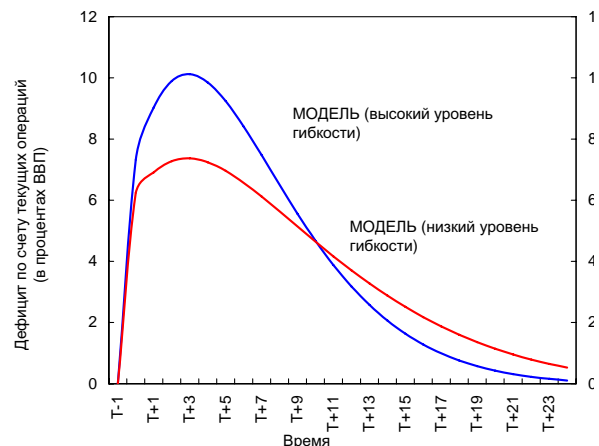
Устранение дисбалансов счетов текущих операций

Даже если быстрое движение безопасно, директивным органам необходимо проявлять осторожность на поворотах, чтобы избежать катастроф. В процессе конвергенции страны неизбежно сталкиваются с необходимостью обслуживания задолженности и устранения дисбалансов

счетов текущих операций (рис. 32). Чем крупнее дефицит счета текущих операций, тем сложнее будет эта задача. И в чем большей степени приток ресурсов подпитывает бум в секторе невнешнеторговых товаров, тем более резкой должна быть переориентация структуры производства. Таким образом, потребуются вновь увеличить выпуск внешнеторговых товаров по сравнению с выпуском невнешнеторговых товаров.

В равной мере важной задачей экономической политики является обеспечение соответствия ожиданиям более высокой производительности. Именно на основе таких ожиданий принимались решения о потреблении, инвестициях и заимствованиях. Если они окажутся неверными, перебалансирование счета текущих операций и переориентация производства станут еще более сложными и болезненными. Показательным в этом отношении является опыт Португалии, которая пережила серьезный кредитный бум на фоне ожиданий, которые так и не реализовались (вставка 7).

Рисунок 32. Два этапа конвергенции

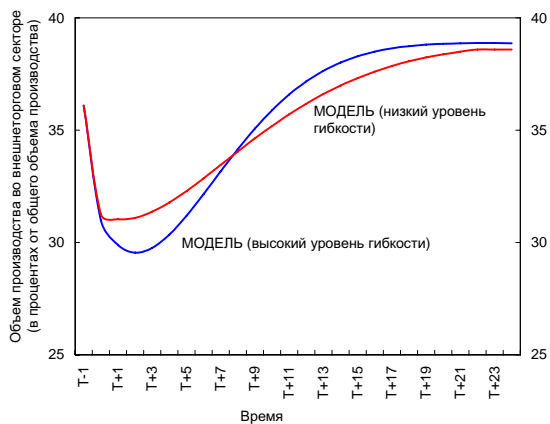


Источник: результаты моделирования персонала МВФ.
Примечание. Показатели гибкости относятся к гибкости рынков капитала и труда. Временные интервалы выражены в годах.
Подробная информация о моделировании приведена в работе Bems and Schellekens, 2007.

В условиях, когда реальностью является расширение сектора невнешнеторговых товаров за счет кредита, а конечной необходимостью — перебалансирование роста в сторону экспорта, основной вопрос заключается в том, как обеспечить экономику и финансовые системы стран с формирующимся рынком необходимыми инструментами, чтобы поддержать такое изменение. Рост кредита домашним хозяйствам в относительном выражении неизбежно придется замедлить, и больше финансовых ресурсов придется направить на производительные инвестиции. Ключевая проблема состоит в том, что страны не осуществляют достаточных реформ, которые

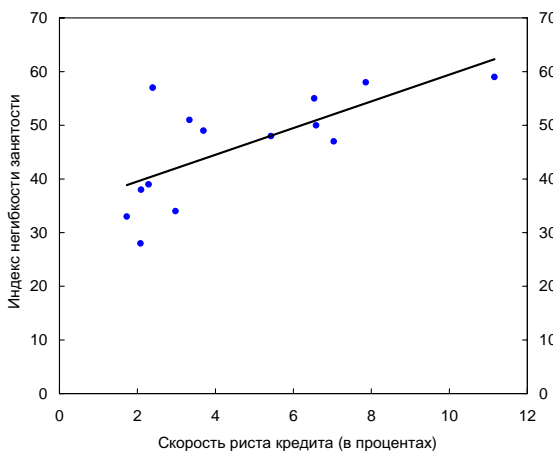
способствовали бы таким изменениям. Кроме проведения обычно взвешенной макроэкономической политики, приведения надзора и регулирования в соответствие с оптимальной практикой и попыток не допускать микроэкономических искажений, что еще могут сделать директивные органы?

Рисунок 33. Изменения в структуре производства



Источник: результаты моделирования персонала МВФ.
Примечание. Показатели гибкости относятся к гибкости рынков капитала и труда. Временные интервалы выражены в годах.
Подробная информация о моделировании приведена в работе Bems and Schellekens, 2007.

Рисунок 34. Негибкость рынка труда и скорость роста кредита



Источник: база данных «Doing Business»; Банк международных расчетов; официальные органы стран; расчеты персонала МВФ.
Примечание. Индекс негибкости занятости составлен на основе обследования 2006 года, отражающего сложность найма на работу и увольнения, а также негибкость рабочих часов. Скорость роста кредита определяется как среднее повышение, в процентных пунктах, отношения кредита к ВВП, усредненное за период с 2001 по 2006 год. Кредит относится здесь к домашним хозяйствам и нефинансовые корпорациям и включает прямой трансграничный кредит. В выборку стран входят Болгария, Венгрия, Латвия, Литва, Польша, Россия, Румыния, Сербия, Словацкая Республика, Словения, Украина, Турция, Хорватия, Чешская Республика и Эстония.

Повышение гибкости

Гибкость рынков труда и капитала имеет ключевое значение для поддержки беспрепятственного потока ресурсов из сектора невнешнеторговых товаров во внешне-торговый сектор (рис. 33). Как показывает опыт Португалии (вставка 7), если рынки факторов производства отличаются недостаточной гибкостью, крупный дефицит по счету текущих операций является нежелательным.

Имеются широкие возможности повышения гибкости рынка труда, и это — особо актуальная задача, учитывая то, что в странах с быстрым ростом кредита, по-видимому, существовали и более жесткие рынки труда (рис. 34). На этом фоне для стран, быстро приближающихся к уровням доходов развитых стран, было бы весьма рискованно стремиться сравняться в щедрости с государствами всеобщего благосостояния, созданными в странах с развитой экономикой. Жесткость рынка труда, часто связанная с более щедрым государством всеобщего благосостояния, может препятствовать плавному перемещению ресурсов во внешне-торговый сектор, излишне затягивая этап переориентации.

Потребность в гибких рынках труда и капитала особенно ощутима в странах с ограниченной гибкостью обменного курса. При такой ограниченной гибкости бремя корректировки цен должны будут нести цены на внутренние факторы, в частности, заработная плата. Гибкость рынков факторов производства может облегчить это бремя, обеспечив достаточную восприимчивость труда и капитала к ценовым сигналам.

Кроме того, диверсификация финансовых систем в странах с формирующимся рынком приведет к повышению гибкости рынков капитала. По мере наверстывания этими странами отставания от стран Европы с развитой экономикой и дальнейшей интеграции с ними будут расширяться и финансовые возможности, предоставляемые их финансовыми системами. Как отмечалось в главе 1, более диверсифицированные финансовые системы способны быстрее выявлять и поддерживать активно растущие отрасли, что будет повышать гибкость рынков капитала.

Вставка 7. Быстрое углубление финансового рынка: уроки из опыта Португалии

В 1990-е годы, когда участие в механизме валютных курсов (МВК) и перспективы введения евро вызвали резкое снижение премий за риск и процентных ставок, в Португалии происходило быстрое углубление финансового рынка. Возникший в результате кредитный бум стимулировал всплеск внутреннего спроса. В условиях, когда экономические субъекты ожидали стабильно более высокого устойчивого роста в валютном союзе, потребление и инвестиции быстро возросли, наблюдался жилищный и строительный бум, а доходы стремительно приближались к среднему уровню по ЕС. Соответствующее сокращение сбережений и рост импорта способствовали увеличению дефицита по счету текущих операций.

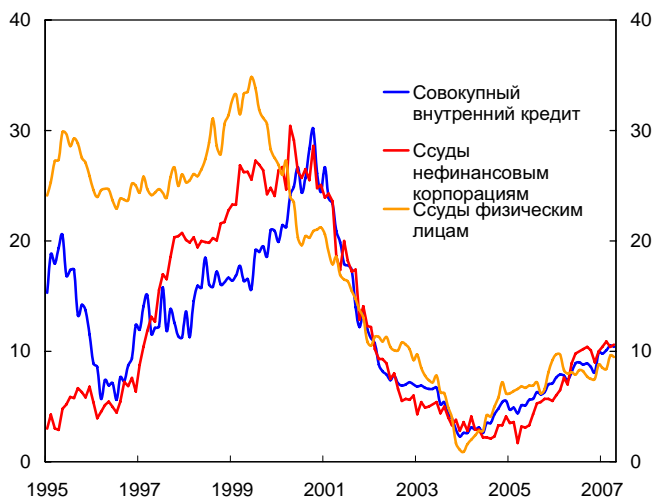
Однако ожидаемый высокий рост производительности не стал реальностью после введения в Португалии евро в 1999 году. В результате рост внутреннего спроса замедлился и в 2002–2003 годах стал отрицательным, поскольку фирмы и домашние хозяйства стремились устранить дисбалансы, сформировавшиеся в годы бума. Циклические проблемы усугублялись опасными структурными изменениями, поскольку производительность и конкурентоспособность — недостаточный уровень которых маскировался экономическим бумом — продолжали снижаться. Реальная конвергенция сменилась обратным процессом. В ответ на столь сложное положение официальные органы приняли решительные меры по корректировке дисбалансов, накопленных в 1990-е годы.

Экономический бум и спад в Португалии позволяют извлечь интересные уроки для стран Европы с формирующимся рынком, которые переживают этап быстрого финансового углубления, подобно Португалии десять лет тому назад.

- Если ожидания будущей высокой производительности не станут реальностью, а финансовые ресурсы не будут направлены на производительные инвестиции, за этапом быстрого углубления финансового рынка может последовать болезненный период корректировки. Во второй половине 1990-х годов конкурентоспособность Португалии снизилась, поскольку рост заработной платы превышал рост производительности. В условиях негибкой в сторону понижения заработной платы и сравнительно жесткого рынка труда переориентация ресурсов в пользу конкурентоспособных отраслей внешнеторгового сектора превратилась в непосильную задачу, результатом чего стал период медленного роста.
- Когда задолженность частного сектора достигает беспрецедентно высоких уровней, в финансовой системе могут возникать уязвимые места. До кредитного бума уровни задолженности домашних хозяйств и корпораций

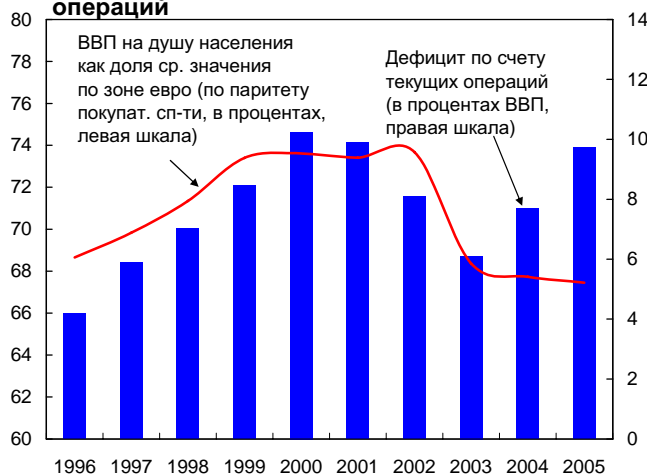
Темп роста кредита

(Годовое процентное изменение)



Источники: официальные органы Португалии; Евростат.

Конвергенция доходов и счет текущих операций



Источник: Евростат.

Вставка 7 (окончание)

в Португалии особенно не выделялись на фоне других стран Европы. Однако к 2005 году задолженность домашних хозяйств в процентах от располагаемого дохода была второй по величине в ЕС, и отношение корпоративного долга к ВВП тоже было одним из самых высоких. Столь высокие уровни задолженности могли стать причиной уязвимости финансовой системы по отношению к кредитным рискам в случае неблагоприятной динамики занятости или процентных ставок. Необходимость корректировки балансов, обусловленная высокими уровнями задолженности, также могла ограничить внутренний спрос в период экономического подъема.

- Пруденциальная политика играет важнейшую роль. Быстрое углубление финансового рынка заставляет усилить внимание к осуществлению регулирования и надзора, способствующих взвешенному управлению, как правило, растущими кредитными рисками. Накопление частной задолженности и концентрация кредита в таких секторах, как недвижимость, были основными источниками риска для Португалии. В этом отношении ее финансовая система перенесла экономические потрясения на удивление легко, чему способствовало успешное руководство со стороны Банка Португалии.
- Проциклическая налогово-бюджетная политика, как правило, приносит вред. Можно было бы ожидать, что налогово-бюджетная политика будет противодействовать стремительному росту спроса, связанному с быстрым углублением финансового рынка. Однако налогово-бюджетная политика Португалии по большей части носила проциклический характер и тем самым увеличивала масштабы бума. Кроме того, отсутствие фискальной консолидации исключало возможность использования налогово-бюджетной экспансии для борьбы с экономическим спадом.

Примечание. Автором данной вставки является Юань Сяо.

Совершенствование финансовой инфраструктуры

Как подробно обсуждалось в главе 3, для того чтобы финансовые системы имели возможность предоставлять больше ресурсов корпоративному сектору, существенное значение будет иметь создание благоприятной, стимулирующей финансовой инфраструктуры. Кредиторы нуждаются в надежной защите, которая обеспечивается жестким принудительным исполнением законов о банкротстве и о несостоятельности, соответствующих международным стандартам оптимальной практики. В ряде стран с формирующимся рынком необходимо повысить качество корпоративного управления, что потребует изменений в законодательстве и системе правоприменения. Кроме того, предоставление более полной и точной кредитной информации поможет финансовым учреждениям направлять ресурсы в корпоративный сектор. В этом контексте решающее значение имеет содействие развитию кредитных реестров.

Необходимо также развивать другие элементы финансовой системы, в особенности для заполнения недостающих сегментов рынка. Это благотворно скажется на мобилизации внутренних сбережений и тем самым позволит перебалансировать счет текущих операций. При надлежащих защитных мерах, о которых упоминалось в главе 1, важную роль и впредь должно будет играть развитие секьюритизации и рынков ценных бумаг, обеспеченных активами. В этом отношении ключевое значение будет иметь также развитие рынков основных производных инструментов, способствующее увеличению емкости рынков базовых ценных бумаг и более эффективному распределению рисков.

3. Поддержание финансового развития в странах Европы с формирующимся рынком

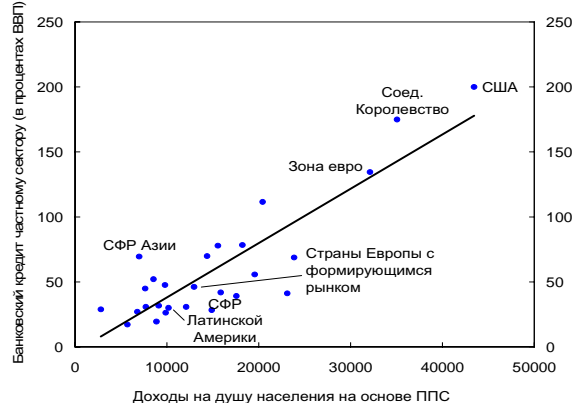
Финансовое развитие в странах Европы с формирующимся рынком осуществлялось с разной скоростью. Как представляется, главными движущими силами были макроэкономическая стабильность, надлежащее качество институциональной среды и способность системы обеспечивать исполнение законодательства. Опираясь на достигнутые в последнее время успехи, необходимо провести дополнительные реформы, чтобы завершить создание емких, ликвидных, диверсифицированных и стабильных финансовых рынков. Это принесет выгоды в плане эффективности, диверсификации рисков и повышения устойчивости перед лицом возможной изменчивости внешних потоков капитала. В будущем процесс интеграции в ЕС, скорее всего, будет способствовать проведению реформ в странах, вступивших в ЕС. Страны с формирующимся рынком, входящие в ЕС, должны сосредоточить усилия на укреплении основ, необходимых для финансового развития, включая укрепление правового государства, создание надлежащим образом функционирующего рынка государственных ценных бумаг, повышение качества корпоративного управления и надежности защиты прав кредиторов и содействие формированию благоприятной среды для появления институциональных инвесторов. Реформы должны разрабатываться с учетом обстоятельств конкретных стран, как показано во вставках, приведенных в данной главе.

Каков уровень финансового развития?

С начала 1990-х годов уровень финансового развития в странах Европы с формирующимся рынком существенно повысился, причем доминирующую роль играли банки. Соответственно, банковский кредит остается самой значимой формой финансового посредничества. После резкой экспансии банковского кредита, происходившей в последние несколько лет, в настоящее время в большинстве стран его объемы в целом находятся на уровне, соответствующем уровню доходов на душу населения (рис. 35). Рынки ценных бумаг менее развиты, причем между странами наблюдаются существенные различия в этом отношении. На одной стороне спектра находятся такие страны, как Венгрия, Польша, Турция и Чешская Республика, где сравнительно хорошо развиты по крайней мере два различных сегмента — государственные ценные бумаги и инструменты участия в капитале. На другом полюсе оказались такие страны, как Беларусь, где все сегменты рынка капитала по-прежнему находятся в зачаточной форме.

Примечание. Основной автор данной главы — Эдда Золи. Аналитические исследования, лежащие в основе этой главы, представлены в публикации Zoli (2007).

Рисунок 35. Банковский кредит частному сектору и доходы на душу населения, 2006 год



Источники: МВФ «Международная финансовая статистика»; МВФ, «Перспективы развития мировой экономики». Примечание. Средний показатель по зоне евро не включает Люксембург и Словению. СФР — страны с формирующимся рынком.

Емкость и ликвидность рынка государственных ценных бумаг в основном отражает текущие и прошлые потребности государственного сектора в финансировании. Поэтому в странах Центральной Европы и в Турции существуют устоявшиеся рынки этих бумаг. Совершенствование корпоративного управления в странах Европы с формирующимся рынком только начинает формировать условия для развития рынка корпоративных ценных бумаг. Объем находящегося в обращении долговых ценных бумаг нефинансовых корпораций везде по-прежнему составляет менее пяти процентов ВВП (рис. 36). Даже в тех странах, где выпуск корпоративных ценных бумаг за последние несколько лет увеличивался более заметно, как, например, в России и Украине, он сосредоточен лишь в нескольких секторах. Объем операций купли-продажи на вторичном рынке, как правило, слишком незначителен, чтобы обеспечить достаточный уровень ликвидности и постоянное выявление рыночных цен. Емкость рынка ценных бумаг, выпускаемых финансовыми учреждениями, несколько больше, и расширяется он быстрее, чем рынок облигаций нефинансовых корпораций.

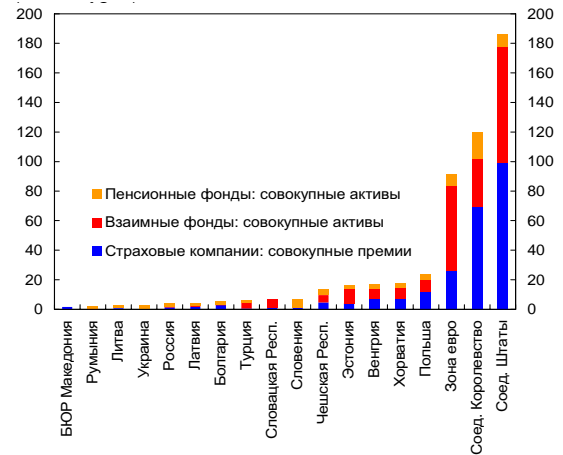
Рынки акционерного капитала в последние несколько лет росли быстрыми темпами, особенно в Юго-Восточной Европе и России, где рыночная капитализация достигла поразительно высоких уровней. Однако ликвидность — измеряемая коэффициентом

структуры экономики также способствовали повышению емкости финансового рынка.

Надлежащее качество институциональной среды и возможности судебной власти и всей правовой системы обеспечивать исполнение закона являются основами для финансового развития. Только в случае твердого уважения прав собственности финансовый сектор способен действенным образом проводить операции купли-продажи требований на активы и выполнять посреднические функции в их отношении, а также использовать залоговое обеспечение для предоставления кредита²⁶. И наоборот, процветание финансового сектора вряд ли возможно в условиях коррупции, низкого качества административного аппарата и недостаточного уровня законности, поскольку эти факторы ставят под угрозу защиту инвесторов и обеспечение исполнения контрактов правовыми санкциями. Проведенный нами эмпирический анализ стран Европы с формирующимся рынком подтверждает наличие положительной и значимой связи между показателями качества институциональной системы и банковским кредитом (рис. 39).

Для развития рынков акционерного капитала и корпоративных долговых ценных бумаг требуется надлежащее законодательство и надежное корпоративное управление, в том числе адекватное раскрытие информации о деятельности корпораций и надлежащие нормы и практика бухгалтерского учета²⁷. Точно так же развитие посреднической деятельности в отношении частного кредита и рынка долговых ценных бумаг зависит от адекватной защиты прав кредиторов посредством законов о залоговом обеспечении и о банкротстве, а также от раскрытия кредитной информации²⁸. В проведенном нами эмпирическом исследовании стран Европы с формирующимся

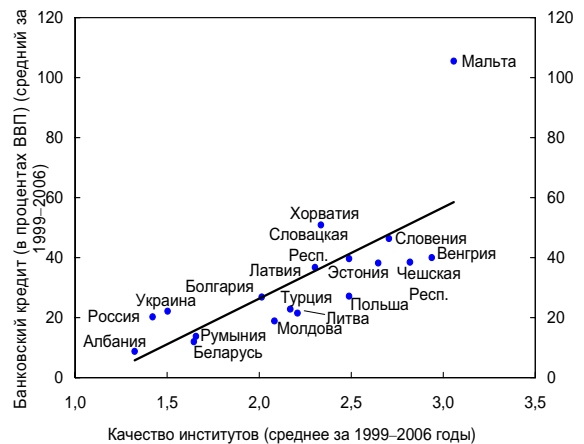
Рисунок 38. Размеры институциональных инвесторов, 2006 год



Источники: официальные органы стран; OECD; Investment Company Institute; Swiss Re; МВФ, «Перспективы развития мировой экономики».

Примечание. Показатели за 2005 и 2006 годы составлены по мере наличия данных. Средний показатель по зоне евро не включает Люксембург и Словению.

Рисунок 39. Банковский кредит и качество институтов



Источники: Freedom House; Международная организация комиссий по ценным бумагам; МВФ, «Международная финансовая статистика»; МВФ, «Перспективы развития мировой экономики».

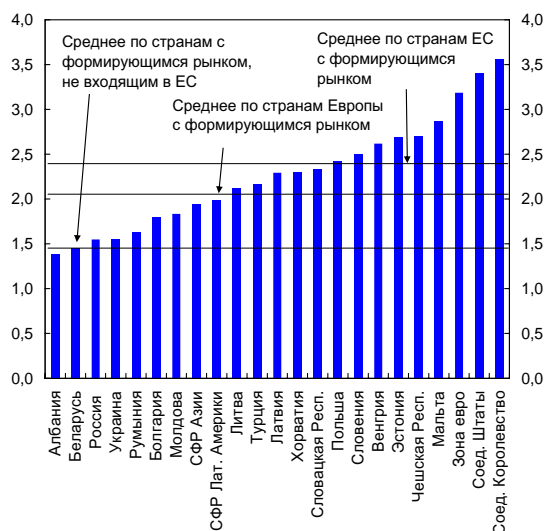
Примечание. Индекс качества институтов представляет собой сумму индексов, характеризующих права собственности, контроль над коррупцией, качество бюрократического аппарата и верховенство закона. Он изменяется в диапазоне от 0 до 4. Средний показатель по зоне евро не включает Люксембург и Словению.

²⁶Johnson, McMillan, and Woodruff (2002); Acemoglu, Johnson, and Robinson (2004).

²⁷La Porta et al. (1997); (1998).

²⁸La Porta et al. (1997); (1998); Djankov, McLiesh, and Shleifer (2005).

Рисунок 40. Индекс качества институтов, 2006 год



Источники: Freedom House; *International Country Risk Guide*, 2006.
Примечание. Индекс качества институтов представляет собой сумму индексов, характеризующих права собственности, контроль над коррупцией, качество бюрократического аппарата и верховенство закона. Он изменяется в диапазоне от 0 до 4. Средний показатель по зоне евро не включает Люксембург и Словению. СФР — страны с формирующимся рынком.

рынком обнаружена значимая связь показателя защиты прав кредиторов с более высоким объемом банковского кредита в период 1999–2006 годов²⁹.

Как можно поддержать движение вперед?

Хотя все страны Европы с формирующимся рынком добились значительных успехов в создании основ для финансового развития, при рассмотрении дальнейших перспектив имеет смысл разделить эти страны на две группы.

- *Страны-члены ЕС*, где идущий в настоящее время процесс создания единого рынка финансовых услуг, как можно ожидать, и впредь будет подталкивать проведение дальнейших комплексных реформ. Изменения в законодательстве о рынке ценных бумаг,

²⁹ В случае стран Европы с формирующимся рынком сложно выявить определяющие факторы развития иных сегментов финансового сектора, помимо банковского кредита. Эконометрические исследования детерминантов развития рынков долговых ценных бумаг в этом регионе сдерживаются ограниченностью имеющихся данных. Что касается рынка акционерного капитала, то, хотя в проведенных ранее эмпирических исследованиях подчеркивалась роль процесса приватизации, инфляции ниже 10 процентов, роста доходов, защиты акционеров и активов институциональных инвесторов как факторов, способствовавших росту рыночной капитализации в 1990-е годы, наше недавнее исследование было не в состоянии подтвердить эти выводы.

в распространяющихся на банки и небанковские учреждения нормативно-правовой и надзорной основах, в расчетно-клиринговых системах, а также в других важных финансовых областях обусловлены процессом гармонизации, который охватывает все страны-члены ЕС. Более того, финансовая интеграция ЕС будет, с большой вероятностью, определять и общее финансовое развитие, одновременно создавая благоприятные возможности и поднимая новые проблемы.

- *Страны с формирующимся рынком, не входящие в Европейский Союз*, где реформы должны будут определяться внутренними факторами, даже несмотря на то, что европейская интеграция и финансовая глобализация в более общем смысле, как можно ожидать, и в дальнейшем будут способствовать финансовому развитию. На данном этапе эти страны должны сосредоточить усилия на укреплении основ для финансового развития, включая усиление правового государства, создание надлежащим образом функционирующего рынка государственных ценных бумаг, повышение качества корпоративного управления и надежности защиты прав кредиторов, а также содействие формированию благоприятной среды для появления институциональных инвесторов.

Финансовое развитие в странах-членах ЕС: роль интеграции

Хотя страны с формирующимся рынком, присоединившиеся к Европейскому Союзу, провели комплексные реформы, с тем чтобы обеспечить соответствие своду общих законов, правил и норм Европейского союза, им еще предстоит большая работа. Дальнейшее повышение качества институциональной системы позволит указанным странам догнать в этом отношении страны с развитой экономикой (рис. 40). Основы регулирования и надзора, касающиеся банковской деятельности, страхования и ценных бумаг, уже являются более надежными, чем в странах с формирующимся рынком, не входящих в ЕС, однако уровень соблюдения их требований можно дополнительно повысить, с тем чтобы обеспечить полное соответствие международным стандартам (Cihák and Tieman, 2007). Кроме того, важными условиями финансового развития будут дальнейшее укрепление защиты прав кредиторов посредством законов о залоговом обеспечении и о банкротстве и за счет раскрытия информации (рис. 41 и 42), а также совершенствование системы регулирования и практики в области корпоративного управления (рис. 43).

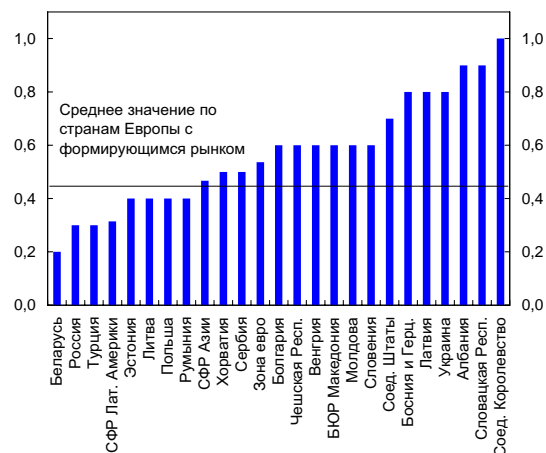
Для стран-членов ЕС с формирующейся экономикой процесс финансовой интеграции в ЕС, как представляется,

будет главным фактором, стимулирующим и определяющим финансовое развитие. Европейский Союз движется в направлении единого рынка финансовых услуг³⁰, что создает одновременно благоприятные возможности и новые проблемы для стран с формирующимся рынком. С одной стороны, это позволит лучше диверсифицировать варианты финансирования и инвестиции и укрепит конкуренцию. С другой — усилит подверженность потенциальным рискам, связанным с движением потоков капитала между странами. В этом отношении быстрая и полная реализация соответствующих директив ЕС будет иметь ключевое значение для дальнейшего продвижения в области законодательства, регулирования и практики, укрепления финансового сектора, обеспечения доверия внутренних и иностранных инвесторов и укрепления позиций стран с развивающейся экономикой как значимых игроков на финансовом рынке ЕС.

Странам-членам ЕС также необходимо внести изменения в свою стратегию финансового развития, с тем чтобы учесть возможности и ограничения, создаваемые финансовой интеграцией. Например, по мере продвижения стран к введению евро компании получают все более широкий доступ к иностранным ресурсам, и, соответственно, возникают вопросы о том, необходимы ли рынки корпоративных облигаций в национальных валютах. Повышение конкуренции вследствие финансовой интеграции, особенно в случае небольших стран, порождает сильное давление в сторону поиска рыночных ниш с локальными сравнительными преимуществами. Для этих стран выход на региональные рынки вместо развития национальных рынков может оказаться наиболее разумной альтернативой, особенно в отношении определенных сегментов, таких как рынок ценных бумаг (вставка 8).

³⁰ Основные шаги в этом направлении были предприняты в рамках Плана действий в области финансовых услуг (ПДФУ), процесса Ламфалусси и «Белой книги» Европейской комиссии о политике в области финансовых услуг. ПДФУ был принят в 1999 году с целью устранения барьеров для потоков финансовых услуг и капитала между странами ЕС. Процесс Ламфалусси был учрежден в 2001 году, с тем чтобы способствовать внедрению нормативной системы, предусмотренной ПДФУ. В «Белой книге» Европейской комиссии о политике в области финансовых услуг устанавливаются приоритеты реформ финансового сектора на уровне ЕС на период 2005–2010 годов (Haas, 2007a).

Рисунок 41. Индекс юридических прав заемщиков и кредиторов, 2006 год



Источник: World Bank, Doing Business database.
Примечание. Данный индекс является показателем степени, в которой законы о залоговом обеспечении и банкротстве защищают права заемщиков и кредиторов. Масштаб индекса был изменен, с тем чтобы его значения составляли диапазон от 0 до 1. Средний показатель по зоне евро не включает Люксембург и Словению. СФР — страны с формирующимся рынком.

Финансовое развитие в странах, не входящих в ЕС: приоритеты реформ

Укрепление основ

Обеспечение устойчиво низкого уровня инфляции будет иметь решающее значение для финансового развития. Несмотря на то что все страны добились значительных успехов в продвижении к стабильности цен, в некоторых из них еще не устранена угроза высокой и изменчивой инфляции. В Беларуси, России, Сербии и Турции уровень инфляции в среднем за 2003–2006 годы выражался двузначными показателями, а инфляция в Молдове и Украине в 2007 году, скорее всего, превысит 10 процентов.

Страны Европы с формирующимся рынком, не входящие в ЕС, также добились существенных успехов в защите прав собственности, создании высококачественного административного аппарата, борьбе с коррупцией и создании правового государства. Тем не менее качество институциональной системы и обеспеченность законов правовой санкцией следует привести в большее соответствие со средним по ЕС уровнем (рис. 40). Необходимо добиться сокращения затрат и времени, связанных с обеспечением исполнения контрактов, для чего следует

Вставка 8. Национальные или региональные биржи — их значение для стран Европы с формирующимся рынком

Функционирование национальной фондовой биржи традиционно считалось признаком высокого уровня развития финансового сектора. Национальная биржа может иметь свои преимущества: торговля активами происходит в рамках одной и той же правовой и налоговой системы, облегчается надежное и быстрое проведение расчетов, нормативные акты в отношении биржевой деятельности и инвестиций имеют единообразный характер, и — что, возможно, наиболее важно — участники рынка имеют легкий доступ к информации о котируемых компаниях и макроэкономической ситуации. Во многих странах Европы с формирующимся рынком созданы национальные биржи, некоторые из которых очень малы.

В условиях растущей финансовой интеграции эти биржи сталкиваются с все более ожесточенной конкуренцией, а следовательно, если они хотят выжить, должны менять свою стратегию, поскольку крупные отечественные корпорации стремятся котирировать свои ценные бумаги на зарубежных биржах, у инвесторов имеется свободный доступ ко всем европейским рынкам, а операции все в большей степени проводятся за границей¹. Кроме того, новая Директива ЕС о рынках и финансовых инструментах, которая является важным шагом на пути к созданию общеевропейского рынка ценных бумаг, скорее всего, приведет к еще большему обострению конкуренции (Haas, 2007b).

В самом деле, глобализация финансовых рынков, технологические новшества и стремление к международной диверсификации портфелей уже побуждают операторов рынка к объединению или активизации сотрудничества, в особенности на небольших и средних рынках. Например, слияние бирж Скандинавских стран и стран Балтии привело к созданию регионального рынка OMX. Варшавская фондовая биржа (ВФБ) подписала соглашение с международной биржей Euronext, которое предоставляет членам ВФБ доступ к продуктам Euronext и наоборот, а также дает дилерам возможность торговать финансовыми продуктами каждой из этих бирж с единого экрана. В 2004 году Венская фондовая биржа приобрела пакет акций Будапештской фондовой биржи и совместно с ней начала проект по сотрудничеству в области индексов². Обычно процесс объединения занимает несколько лет, однако в его прохождении полезным может оказаться опыт OMX и других бирж. Вместе с тем, поскольку биржи находятся главным образом в собственности частного сектора, существуют очевидные ограничения, сужающие возможности директивных органов влиять на этот процесс или устанавливать календарные графики его реализации.

Несмотря на то что многие из исходных оснований для существования национальных бирж были ослаблены в результате интеграции в рамках ЕС и связанного с ней сближения нормативных систем, а также совершенствования информационных технологий и общей глобализации финансовых рынков, официальные органы по-прежнему могут испытывать озабоченность тем, что малые и средние фирмы вряд ли будут в состоянии добиться котировки своих ценных бумаг за рубежом и могут испытывать сложности с привлечением капитала на местных фондовых рынках в условиях снижения рыночной активности. Поэтому, вероятно, наиболее плодотворный подход может заключаться в сосредоточении усилий на дальнейшем совершенствовании и гармонизации правовой и институциональной системы в этих странах, с тем чтобы упростить небольшим компаниям доступ к венчурному капиталу или к фирмам частного акционерного капитала, коммерческим банкам или небанковским финансовым учреждениям, а также, возможно, к получению котировки второго уровня на региональной бирже.

Примечание. Данная вставка основана на работе Iorgova and Ong (2007).

¹Berglof and Bolton (2002); Claessens, Lee and Zechner (2003).

²С тех пор соглашения о сотрудничестве были подписаны также с фондовыми биржами в Загребе, Белграде, Сараево, Софии, Черногории, Банье-Луке и Македонии.

повысить эффективность судебной системы и разгрузить судебные процессы³¹.

Страны с формирующимся рынком, не входящие в ЕС, также сделали заметный шаг в создании надежного и эффективного банковского сектора. Фактически только Беларусь еще не провела либерализацию процентных ставок и решений о размещении кредитов (рис. 44). Во всех странах этой группы имеются функционирующие платежные и расчетные системы, введены достаточно качественные стандарты бухгалтерского учета и раскрытия информации и созданы основы пруденциального надзора за банками и их регулирования, которые в целом соответствуют международным стандартам (рис. 45).

Вместе с тем необходимо устранить недостатки в реализации опубликованных правил и нормативных положений, чтобы свести к минимуму риски для финансовой стабильности. Например, в Молдове было бы полезно повысить прозрачность структуры собственности банков, чтобы добиться полного обеспечения соблюдения пруденциальных лимитов в отношении связанного кредитования и крупных открытых позиций. Желательны были бы также дальнейшие реформы в сферах банковского регулирования и надзора. В России есть потенциал для снижения рисков за счет более жесткого регулирования лимитов на крупные открытые позиции и нормативов в отношении связанного кредитования и контроля за их соблюдением. В Боснии для действенного надзора необходимо объединить банковский надзор в рамках одного независимого общенационального ведомства. В Беларуси орган банковского надзора должен избавиться от своих долей участия в акционерном капитале банковских учреждений, чтобы ограничить фактические или предполагаемые конфликты интересов.

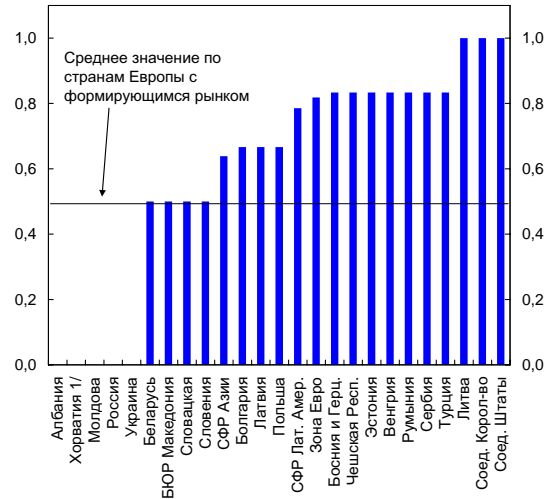
Создание рынка государственных ценных бумаг

Надлежащим образом функционирующий рынок государственных ценных бумаг мог бы стать катализатором дальнейшего развития финансового рынка³². Ликвидный рынок государственных ценных бумаг дает определяемую рынком временную структуру процентных ставок и тем самым облегчает установление цен

³¹ Например, принудительное взыскание по долговому контракту в странах с формирующимся рынком, не входящих в ЕС, в среднем обходится на 50 процентов дороже, чем в аналогичных странах ЕС. Кроме того, в ряде стран, не входящих в ЕС, фирмы часто не доверяют судам (см. EBRD-World Bank Business Environment and Enterprise Performance Survey, 2005) и работу Anderson and Gray, 2006).

³² International Monetary Fund and World Bank (2001).

Рисунок 42. Индекс кредитной информации, 2006 год

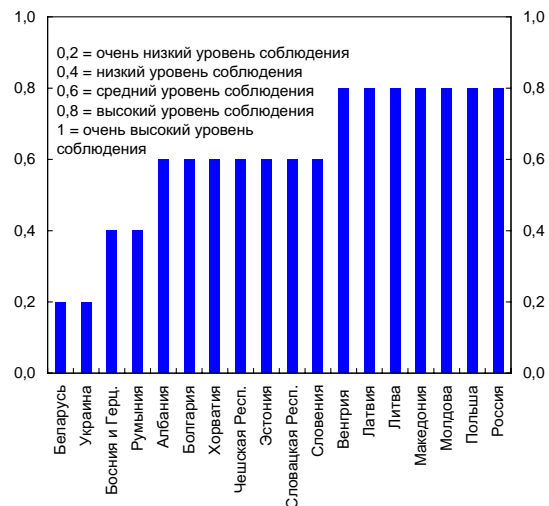


Источник: World Bank, Doing Business database.

Примечание. Данный индекс характеризует правила, влияющие на охват, доступность и качество кредитной информации, которую можно получить из частных и государственных кредитных регистров. Масштаб индекса был изменен, с тем чтобы его значения составляли диапазон от 0 до 1. Средний показатель по зоне евро не включает Люксембург и Словению. СФР — страны с формирующимся рынком.

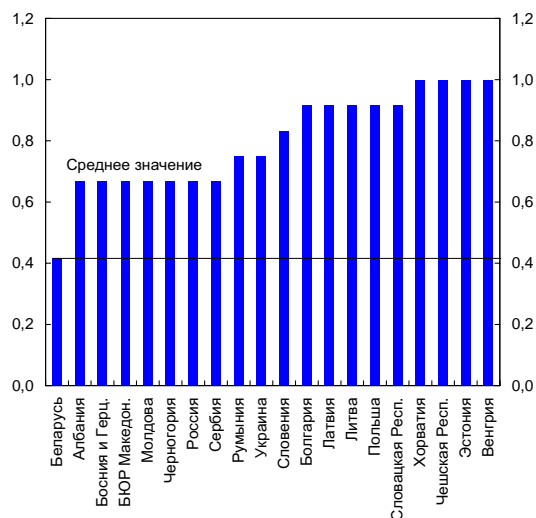
1/ В Хорватии регистр банковских кредитов начал функционировать в мае 2007 года.

Рисунок 43. Управление корпорациями (соблюдение принципов ОЭСР), 2004 год



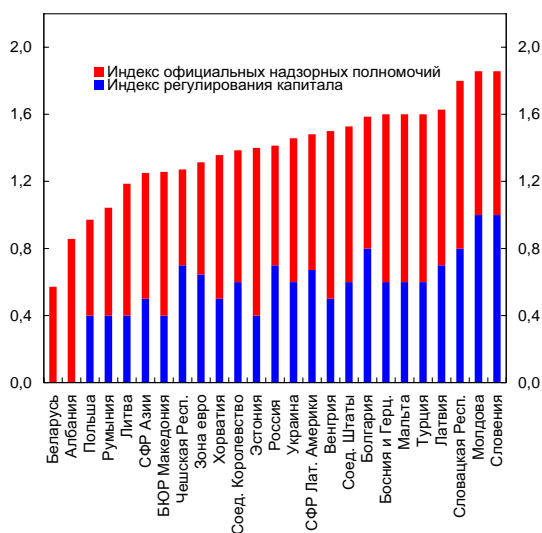
Источник: Европейский банк реконструкции и развития (2005).

Рисунок 44. Индекс реформ банковского сектора и либерализации процентных ставок, 2006 год



Источник: Европейский банк реконструкции и развития.
Примечание. Масштаб индекса был изменен, с тем чтобы его значения составляли диапазон от 0 до 1.

Рисунок 45. Индекс регулятивных и надзорных полномочий, 2003 год



Источник: Barth and Levine (2006).
Примечание. Масштаб каждого индекса был изменен, с тем чтобы их значения составляли диапазон от 0 до 1. Средний показатель по зоне евро не включает Люксембург и Словению. СФР — страны с формирующимся рынком.

на другие финансовые инструменты, в том числе на корпоративные облигации и производные инструменты. В Украине, например, установление цен на корпоративные ценные бумаги значительно упростилось бы за счет формирования кривой доходности государственных облигаций.

Кроме того, государственные ценные бумаги могут использоваться в качестве залогового обеспечения для уменьшения кредитного риска и в качестве относительно безопасных активов, к которым можно обращаться в периоды усиления неопределенности. Кроме того, развитие рынка государственных ценных бумаг влечет за собой создание масштабной правовой, информационной и институциональной инфраструктуры, которая может принести пользу всей финансовой системе.

Развитие рынка государственных ценных бумаг требует, чтобы и правительство, и центральный банк взяли на себя обязательство придерживаться согласованной стратегии. Такая стратегия предусматривает регулярную эмиссию ценных бумаг; использование центральным банком государственных ценных бумаг в операциях денежно-кредитной политики для повышения ликвидности; практику управления государственным долгом для создания четких эталонов для различных сроков погашения, а также адекватную рыночную инфраструктуру, включая системы проведения операций купли-продажи, депозитарного обслуживания и расчетов. В Венгрии, например, был успешно реализован согласованный и комплексный подход, который помог создать емкий и ликвидный рынок государственных ценных бумаг. Другие страны, например Украина, могли бы извлечь пользу из принятия твердых обязательств по созданию рынка государственных ценных бумаг (вставка 9).

Развитие корпоративных финансов

Более надежная защита кредиторов и повышение качества корпоративного управления имеют принципиальное значение для создания кредитного рынка и рынка корпоративных ценных бумаг. Совершенствование институциональной и правовой основы, определяющей оценку стоимости залогового обеспечения и защиту прав кредиторов, является особенно актуальной задачей в Беларуси, России и Турции (рис. 41). Доступность и качество кредитной информации, получаемой из кредитных реестров, также могли бы быть улучшены, прежде всего в Албании, Молдове, России и Украине (рис. 42). В области корпоративного управления особенно острая необходимость улучшений наблюдается в Беларуси, Боснии и Герцеговине и в Украине (рис. 43). Надлежащее законодательство о ценных бумагах пока не введено в действие в Албании и Беларуси. Опять же, Украина представляет собой хороший конкретный пример того, как улучшение качества институциональной среды и корпоративного управления может способствовать развитию корпоративных финансов (вставка 10).

Вставка 9. Развитие рынка государственных ценных бумаг

Успех Венгрии...

Венгерский рынок государственных ценных бумаг является одним из наиболее развитых, ликвидных и совершенных рынков в регионе. Движущей силой, определившей формирование этого рынка, была приверженность официальных органов последовательной стратегии, включавшей макроэкономическую стабилизацию, создание надлежащей нормативно-правовой среды, использование государственных ценных бумаг для проведения операций денежно-кредитной политики и повышение качества управления долгом. Постепенная либерализация счета операций с капиталом также позволила повысить емкость рынка и сделать его более ликвидным.

Первые шаги на пути к развитию рынка были предприняты в начале 1990-х годов, когда были отменены ограничения на процентные ставки и вступил в силу Закон о центральном банке, заложивший основы для поэтапного полного прекращения финансирования дефицита со стороны центрального банка. В 1993 году беспроцентные государственные долговые обязательства были обменены на обращающиеся государственные облигации. На протяжении 1990-х годов органы денежно-кредитного регулирования постепенно вводили косвенные инструменты денежно-кредитной политики. Государственные ценные бумаги стали использоваться в качестве залогового обеспечения в операциях по рефинансированию, осуществляемых между центральным банком и финансовыми учреждениями, а также для проведения операций на открытом рынке, что позволило повысить емкость и ликвидность рынка государственных ценных бумаг и сделать его привлекательным для инвесторов.

Принятие в начале 1990-х годов нового законодательства о ценных бумагах, а также создание Агентства по надзору за рынком ценных бумаг¹, Центральной клиринговой палаты и Депозитария, Казначейства и Агентства по управлению государственным долгом сформировали условия для нормального функционирования рынка государственных ценных бумаг. Меры, призванные способствовать появлению класса институциональных инвесторов, расширили базу инвесторов. В начале 1990-х годов также вступили в силу законы о взаимных и пенсионных фондах. В рамках пенсионной реформы 1998 года был введен обязательный накопительный компонент пенсионного страхования. С 1994 года нерезиденты получили право покупать долгосрочные государственные ценные бумаги, выраженные в национальной валюте.

В 1995 году официальные органы продемонстрировали свою приверженность целям макроэкономической стабильности, реализовав пакет стабилизационных мер в ответ на увеличение дефицита государственного бюджета и счета текущих операций. Бюджетная консолидация, единовременная девальвация форинта и переход от корректируемого фиксированного обменного курса к режиму скользящего коридора с предварительным объявлением темпов снижения курса заложили основы для более устойчивого макроэкономического развития и укрепили доверие со стороны инвесторов. По мере повышения уверенности в том, что органы денежно-кредитного регулирования будут последовательно бороться с инфляцией, чему способствовало принятие системы установления целевых показателей инфляции, появилась возможность существенного удлинения кривой доходности.

С середины 1990-х годов применяются стратегии управления долгом, направленные на улучшение функционирования первичного рынка и повышение прозрачности и ликвидности вторичного рынка. В 1996 году была создана система первичных дилеров. В целях уменьшения фрагментации была проведена стандартизация долговых инструментов. Введены эталонные ценные бумаги и начата ежедневная публикация сведений об их доходности. Ликвидность вторичного рынка была дополнительно повышена благодаря либерализации счета операций с капиталом, достигшей кульминации в 2001 году, когда были отменены все валютные ограничения, в том числе по краткосрочным портфельным операциям.

... может ли он быть перенесен на Украину?

Украинский рынок государственных ценных бумаг до настоящего времени остается неглубоким и неликвидным. На конец 2006 года объем обращающихся на нем ценных бумаг составлял лишь чуть более 2,1 процента ВВП. Структура государственных ценных бумаг по срокам погашения отличается высокой степенью фрагментации, в результате чего в кривой доходности имеется ряд пробелов.

Для развития емкого и ликвидного рынка государственных ценных бумаг потребуются твердая приверженность официальных органов комплексной и заслуживающей доверия стратегии управления долгом и развития рынка. Первичный рынок можно стимулировать путем проведения регулярных аукционов на основе прозрачных правил и, в соответствии с заранее объявленной эмиссионной программой, создания небольшого числа ликвидных эталонных выпусков и эмиссии ценных бумаг в количестве, достаточном для достижения надлежащей ликвидности вторичного рынка. Механизм ценообразования на аукционах следует изменить для обеспечения того, чтобы доходность не удерживалась на искусственно заниженном уровне, а отражала складывающиеся на рынке условия. Полезно было бы также прекратить практику частного размещения государственных долговых обязательств.

Вставка 9 (окончание)

Кроме того, было бы целесообразно усилить сотрудничество между центральным банком и министерством финансов, в том числе за счет определения роли центрального банка на вторичном рынке. Кроме того, ликвидность рынка может быть повышена за счет использования государственных ценных бумаг для проведения денежно-кредитных операций.

Принципиальное значение будет также иметь достижение и поддержание низких темпов инфляции, поскольку инфляционные ожидания влияют на способность правительства удлинять кривую доходности за рамки слишком краткосрочного горизонта. Это особенно важно для Украины, поскольку инфляция в этой стране изменчива, а ее темпы выше, чем в соседних странах. Более того, развитие рынка государственных ценных бумаг можно стимулировать за счет расширения базы инвесторов и введения системы первичных дилеров, как только будет разработана четкая стратегия управления долгом и будет увеличен объем первичных эмиссий.

Примечание. Данная вставка основана главным образом на статье Csajbók and Neményi (1998), а также на работе Arvai and Heenan (2005).

¹Агентство по надзору за рынком ценных бумаг позднее было преобразовано в Управление финансового надзора Венгрии.

Расширение круга участников финансовой системы

Создание класса институциональных инвесторов из самых различных компаний (включая пенсионные фонды, взаимные фонды и страховые компании) внесло бы огромный вклад в развитие и повышение ликвидности финансового рынка. Эти инвесторы создают стабильный спрос на финансовые инструменты и стимулируют конкуренцию и рост эффективности на первичных рынках. Появление на рынке институциональных инвесторов можно ускорить за счет совершенствования основ регулирования и надзора за деятельностью небанковских

финансовых учреждений. Надзор может осуществляться объединенным надзорным ведомством или несколькими ведомствами при условии обеспечения взаимодействия и обмена информацией между ними. В странах, где еще не проведена реформа пенсионной системы, таких как Албания и Беларусь, следует рассмотреть вопрос о создании обязательных или добровольных программ с полным резервным покрытием, которые могли бы способствовать формированию пенсионных фондов. Венгрия является примером того, как изменения законодательства и системы регулирования, а также пенсионные реформы могут расширить круг институциональных инвесторов (вставка 9).

Вставка 10. Качество институтов, корпоративное управление и финансовое развитие. Пример Украины

В последние годы наблюдался резкий рост украинского рынка корпоративных долговых ценных бумаг. В 2001–2002 годах произошло оживление выпуска корпоративных долговых ценных бумаг, а с 2005 года темпы их эмиссии еще больше повысились. В 2006 году совокупный объем выпусков достиг 4,1 процента ВВП. Однако ликвидность рынка является довольно низкой. Возникновению этого рынка способствовал рост потребностей украинских компаний в финансировании в сочетании со слабостью банковского сектора как финансового посредника, в том числе ввиду его ограниченных возможностей удовлетворить потребности компаний в долгосрочном финансировании из-за недостатка у банков долгосрочных средств в гривнах, широких спредов процентных ставок и отсутствия внутреннего синдицированного кредитования.

В дополнении к этому, за последние несколько лет значительно вырос и рынок акционерного капитала. Капитализация этого рынка в 2006 году достигла 40,4 процента ВВП, тогда как в 1999 году она составляла менее четырех процентов. Однако число котируемых компаний очень мало, а концентрация довольно высока — на долю 10 крупнейших компаний приходится 68 процентов общей капитализации рынка. Кроме того, количество акций в свободном обращении невелико (примерно пяти процентов рыночной капитализации), а оборот рынка крайне незначителен (см. рис. 37 в основном тексте).

Ряд реформ мог бы способствовать дальнейшему здоровому развитию рынка корпоративных долговых ценных бумаг и ценных бумаг, обеспечивающих участие в капитале. Во-первых, следует улучшить качество институциональной среды и обеспеченность законов правовой санкцией, поскольку судебные разбирательства обычно являются обременительными и затяжными (см. рис. 40 в основном тексте). Важно было бы также укрепить корпоративное управление, поскольку на сегодняшний день качество законодательства, определяющего ответственность совета директоров, права акционеров, раскрытие информации и обеспечение прозрачности, ниже международных стандартов (см. рис. 43 в основном тексте). Можно было бы приложить усилия к устранению недостатков в области регулирования рынка ценных бумаг и надзора за его функционированием, а также в системе клиринга и расчетов. Желательно также модернизировать системы проведения операций на рынке и регистрации ценных бумаг. Формирование эталонной кривой доходности государственных ценных бумаг облегчило бы установление цен на корпоративные облигации. Введение в действие закона об акционерных обществах способствовало бы развитию рынка акций¹. Кроме того, базу институциональных инвесторов на рынке ценных бумаг можно было бы расширить за счет реформ законодательства, регулирования и надзора, которые бы создавали благоприятные условия для образования взаимных фондов, а также путем ускорения пенсионной реформы, которая могла бы подтолкнуть процесс формирования пенсионных фондов.

Примечание. Данная вставка содержит материал Софии Арвай.

¹Новый Закон об акционерных обществах в настоящее время находится на рассмотрении в парламенте.

Библиография

- Acemoglu, Daron, Simon Johnson, and James Robinson, 2004, "Institutions as the Fundamental Cause of Long-Run Growth," NBER Working Paper No. 10481 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Anderson, J., and C. Gray, 2006, "Transforming Judicial Systems in Europe and Central Asia," paper presented at World Bank ABCDE conference, St. Petersburg, Russia, January.
- Arora, Vivek, and Athanasios Vamvakidis, 2005, "How Much Do Trading Partners Matter for Economic Growth?" *IMF Staff Papers*, Vol. 52, No. 1.
- Arvai, Zsofia, and Geoffrey Heenan, 2005, "A Framework for Developing Secondary Markets for Government Securities" (unpublished; Washington: International Monetary Fund).
- Baldwin, Robert E., 2003, "Openness and Growth: What's the Empirical Relationship?" NBER Working Paper No. 9578 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Barth, James R., Gerald Caprio, and Ross Levine, 2006, *Rethinking Bank Regulation: Till Angels Govern* (New York: Cambridge University Press).
- Berglöf, Erik, and Patrick Bolton, 2002, "The Great Divide and Beyond: Financial Architecture in Transition," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 16, No. 1, pp. 77–100.
- Bems, R., and P. Schellekens, 2007, "Finance and Convergence: What's Ahead For Emerging Europe?" IMF Working Paper 07/244 (Washington: International Monetary Fund).
- Boot, Arnoud, and Anjan Thakor, 1997, "Financial System Architecture," *Review of Financial Studies*, Vol. 10, No. 3, pp. 693–733.
- Boyd, John H., Ross Levine, and Bruce D. Smith, 2001, "The Impact of Inflation on Financial Sector Performance," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 47 (April), pp. 221–48.
- Brunner, Allan, Jörg Decressin, Daniel C. Hardy, and Beata Kudela, 2004, Germany's Three-Pillar Banking System: Cross-Country Perspectives in Europe, IMF Occasional Paper No. 233 (Washington: International Monetary Fund).
- Campello, Murillo, 2006, "Debt Financing: Does It Boost or Hurt Firm Performance in Product Markets?" *Journal of Financial Economics*, Vol. 82 (October), pp. 135–17.
- Cestone, Giacinta, and Lucy White, 2003, "Anticompetitive Financial Contracting: The Design of Financial Claims," *Journal of Finance*, Vol. 58, No. 5, pp. 2109–42.
- Choi, James J., David Laibson, and Andrew Metrick, 2002, "How Does the Internet Affect Trading? Evidence from Investor Behavior in 401(k) Plans," *Journal of Financial Economics*, Vol. 64 (June), pp. 397–421.
- Cihák, Martin, and Alexander Tieman, 2007, "Assessing Current Prudential Arrangements," in *Integrating Europe's Financial Markets*, ed. by Jörg Decressin, Hamid Faruqee, and Wim Fonteyne (Washington: International Monetary Fund).
- Claessens, Stijn, Ruben Lee, and Josef Zechner, 2003, *The Future of Stock Exchanges in European Union Accession Countries* (London: Corporation of London).
- Csajbók, Attila, and Judit Neményi, 1998, "The Contribution of the Government Securities Market to the Development of Wider Securities Markets in Hungary," in *Capital Market Development in Transition Economies - Country Experiences and Policies for the Future* (Paris: OECD).

- Decressin, Jörg, Hamid Faruqee, and Wim Fonteyne, eds., 2007, *Integrating Europe's Financial Markets* (Washington: International Monetary Fund).
- Demekas, Dimitri, 2007, "Are European Emerging Markets Different?" in *Emerging Markets: Any Lessons for Southeastern Europe?* Proceedings of OeNB Workshop No. 12 (Vienna, Österreichische Nationalbank).
- De Nicolò, Gianni, 2007, "Financial Integration and Risk-Adjusted Growth Opportunities," presented at the 10th Annual International Banking Conference on Globalization and Systemic Risk, Federal Reserve Bank of Chicago, September 27–29.
- Dewatripont, M., and J. Tirole, 1994, "A Theory of Debt and Equity: Diversity of Securities and Manager-Shareholder Congruence," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 109, No. 4, pp. 1027–54.
- Djankov, Simeon, Caralee McLiesh, and Andrei Shleifer, 2005, "Private Credit in 129 Countries," NBER Working Paper No. 11078 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- EBRD–World Bank Business Environment and Enterprise Performance Survey, 2005. Available via the Internet: www.ebrd.com/country/sector/econo/surveys/beeps.htm.
- EFMA, Capgemini, and ING, 2005, *World Retail Banking Report 2005*.
- Égert, Balazs, and Dubravko Mihaljek, 2007, "Determinants of House Price Dynamics in Central and Eastern Europe," in *Focus on European Economic Integration 1/07* (Vienna: Österreichische Nationalbank).
- Eichengreen, Barry, 2007, *The European Economy since 1945: Coordinated Capitalism and Beyond* (Princeton, New Jersey: Princeton University Press).
- European Bank for Reconstruction and Development, 2005, *Transition Report 2005: Business in Transition* (London).
- Haas, François, 2007a, "Current State of Play," in *Integrating Europe's Financial Markets*, ed. by Jörg Decressin, Hamid Faruqee, and Wim Fonteyne (Washington: International Monetary Fund).
- , 2007b, "The Market in Financial Instruments Directive and the Transformation of Europe's Capital Markets," IMF Country Report No. 07/259 (Washington: International Monetary Fund).
- Hilbers, P., I. Ötker-Robe, and C. Pazarbasioglu, 2007, "Analysis of and Policy Responses to Rapid Credit Growth," in *Rapid Credit Growth in Central and Eastern Europe: Endless Boom or Early Warning?* ed. by Charles Enoch and Inci Ötker-Robe (New York: Palgrave Macmillan; and Washington: International Monetary Fund).
- Holmstrom, Bengt, and Jean Tirole, 1993, "Market Liquidity and Performance Monitoring," *Journal of Political Economy*, Vol. 101 (August), pp. 678–709.
- Huybens, Elisabeth, and Bruce D. Smith, 1999, "Inflation, Financial Markets, and Long-Run Real Activity," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 43 (April), pp. 283–315.
- International Monetary Fund, 2006a, "Italy: 2006 Article IV Consultation—Staff Report," IMF Country Report 07/64 (Washington).
- , 2006b, *World Economic Outlook*, September (Washington).
- , 2007a, *Global Financial Stability Report*, October (Washington).
- , 2007b, "Italy—Selected Issues," IMF Country Report 07/65 (Washington).
- , 2007c, "Reaping the Benefits of Financial Globalization," IMF Discussion Paper (Washington: International Monetary Fund).

- Available via the Internet:
www.imf.org/external/np/res/docs/2007/0607.htm.
- , and World Bank, 2001, *Developing Government Bond Markets: A Handbook* (Washington: World Bank).
- Iorgova, Silvia, and Li Lian Ong, 2007, “The Capital Market of Emerging Europe: Institutions, Instruments and Investors,” forthcoming IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Ivaschenko, Iryna, 2007, “Financial Intermediation and Growth in Italy,” forthcoming IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Johnson, Simon. John McMillan, and Christopher Woodruff, 2002, “Property Rights and Finance,” *American Economic Review*, Vol. 92 (December), pp. 1335–56.
- Kiyotaki, N., and J. Moore, 1997, “Credit Cycles,” *Journal of Political Economy*, Vol. 105 (April), pp. 211–48.
- Lane, Philip, and Gian Maria Milesi-Ferretti, forthcoming, “The External Wealth of Nations: Mark II,” *Journal of International Economics*.
- LaPorta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, 1997, “Legal Determinants of External Finance,” *Journal of Finance*, Vol. 52 (July), pp. 1131–50.
- , 1998, “Law and Finance,” *Journal of Political Economy*, Vol. 106 (December), pp. 1113–55.
- McAndrews, James, and Chris Stefanadis, 2002, “The Consolidation of European Stock Exchanges,” Federal Reserve Bank of New York, *Current Issues in Economics and Finance*, Vol. 8, No. 6 (June), pp. 1–6.
- Moore, D., and A. Vamvakidis, 2007, “Economic Growth in Croatia: Potential and Constraints,” IMF Working Paper 07/198 (Washington: International Monetary Fund).
- Petersen, M., and R. Rajan, 2000, “Does Distance Still Matter? The Information Revolution in Small Business Lending,” NBER Working Paper No. 7685 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Schellekens, Philip, 2000, “Costly Collateral and the Public Supply of Liquidity,” IMF Working Paper 00/125 (Washington: International Monetary Fund).
- Tang, Man-Keung, 2007, “Private-Sector Financial Liabilities in Advanced Economies: Is More Better?” IMF Working Paper 07/118 (Washington: International Monetary Fund).
- Vamvakidis, Athansios, 2007, “External Debt and Economic Reform: Does a Pain Reliever Delay the Necessary Treatment?” IMF Working Paper 07/50 (Washington: International Monetary Fund).
- Zoli, Edda, 2007, “Financial Development in Emerging Europe: The Unfinished Agenda,” IMF Working Paper 07/245 (Washington: International Monetary Fund).



Regional Economic Outlook (Russian)
European Department, November 2007

