



Доверие к правительству

Марк Квинтин и Женестьева Вердые

ЭПИЦЕНТР недавнего финансового кризиса пришелся на страны с наиболее развитыми финансовыми системами, поставив вопросы о преимуществах таких систем. Но в целом сохраняется консенсус в отношении того, что финансовое развитие — создание финансовой системы, обеспечивающей действенное посредничество между сбережениями и инвестициями через банковскую деятельность, страхование и фондовые рынки и рынки облигаций — вносит вклад в экономический рост и повышение уровня жизни.

Для использования преимуществ развитых и хорошо работающих финансовых рынков многие страны либерализовали свои финансовые системы в надежде, что это послужит импульсом для финансового развития. Работу над реформами в 1970-е годы возглавили промышленно развитые страны, за которыми последовали многие страны со средним и низким уровнем доходов. Однако усилия по стимулированию финансового сектора дали неодинаковые результаты: либерализация стимулировала финансовое развитие в ряде стран, но финан-

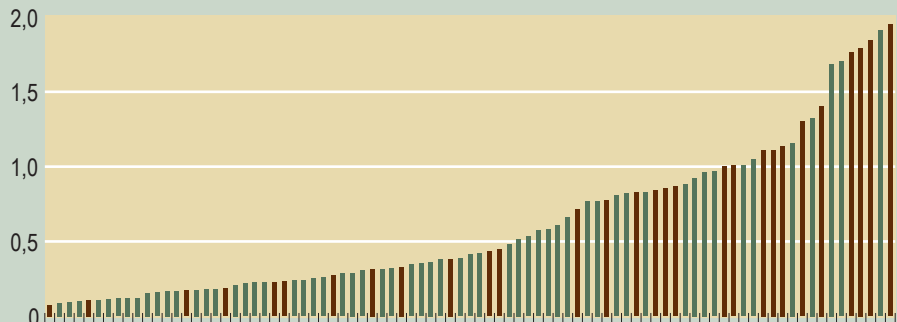
совые системы в большинстве стран остались небольшими и недостаточно развитыми согласно большинству стандартов. В некоторых случаях краткосрочное оживление финансового развития даже привело к серьезным финансовым кризисам, последовавшим за либерализацией. Эти различные результаты (см. рисунок) привели к многолетним поискам экономической

Доверие к правительству — залог финансового развития

Углубление финансовых рынков

Степень финансового развития, измеряемая суммой кредита, имеющегося в экономике, широко колеблется в разных странах.

(Расхождения отношения кредита частному сектору к ВВП в разных странах, 2005 год)



Источник: расчеты авторов на основе показателей мирового развития Всемирного банка.

Примечание. Каждый столбец обозначает репрезентативную выборку стран; красными столбцами обозначены страны, пережившие эпизод ускорения продолжительностью в 10 или более лет.

политики и институциональных характеристик, благоприятствующих финансовому развитию.

Мы обнаружили, что финансовая либерализация является необходимым, но не достаточным условием финансового развития (Quintyn and Verdier, 2010). В наших исследованиях мы пришли к выводу, согласно которому финансовое развитие зависит не только от сложившейся макроэкономической конъюнктуры, разработки политики и таких принципов, как права собственности и обеспечение исполнения договоров, но и особенно от качества политических систем, на которые опираются эти принципы. Политические институты, которые держат под контролем действия политиков, придают уверенность вкладчикам, инвесторам и заемщикам в том, что их права собственности будут защищены.

От сдерживания к либерализации

Попытки использовать финансовую систему после Второй мировой войны в качестве двигателя экономического роста характеризовались прямым государственным вмешательством для направления средств в сектора, которые считались решающими для развития. Эта стратегия была популярна в странах с низкими и средними доходами и применялась в некоторой степени даже в нескольких странах с развитой экономикой. В экстремальной форме такая стратегия под руководством правительства опиралась на государственные банки и ряд мер

Политические институты, которые держат под контролем действия политиков, придают уверенность вкладчикам, инвесторам и заемщикам в том, что их права собственности будут защищены.

административного контроля за финансовыми учреждениями (включая контроль за процентными ставками, кредитные потолки, целевой кредит и строгое ограничение «входа» в сектор). Отнюдь не принеся ожидаемых темпов экономического роста и результатов развития, эта стратегия дала обратные результаты, включая неоптимальное распределение капитала и широко распространившуюся коррупцию, она также препятствовала сбережениям.

От этой стратегии, получившей название «сдерживание развития финансовой сферы» у таких авторов, как McKinnon (1973) и Shaw (1973), постепенно отказались к началу 1970 годов. На смену ей пришла *финансовая либерализация*: отмена административного контроля за финансовыми учреждениями (в том числе над процентными ставками); приватизация государственных банков и разрешение деятельности возросшего числа частных банков; появление иностранных банков во внутреннем секторе; и (на последующих этапах процесса) открытость счета операций с капиталом. Конечной целью этих мер была конкурентная финансовая система, способная распределять финансовые ресурсы в экономике на основе риска и прибыли. Финансовая либерализация требовала нового подхода к пруденциальному надзору для обеспечения прочной основы управления риском финансовых учреждений.

Многие страны с тех пор приступили к либерализации такого типа с неоднозначными результатами. В действительности разрыв между странами с развитыми финансовыми системами — согласно отношению банковского кредита частному сектору к ва-

ловому внутреннему продукту (ВВП), общепринятому показателем финансового развития — и «отстающими» не уменьшается, а растет с 1990 годов. Для более точного представления о роли банков в качестве посредников финансовых ресурсов мы предпочитаем использовать в качестве показателя кредит частному сектору вместо других критериев, таких как отношение банковских депозитов к ВВП. Следует признать, что кредит частному сектору не учитывает другие характеристики развития финансового сектора, такие как качество финансовых услуг или развитие фондового рынка. Но поскольку в большинстве финансовых систем доминируют банки, и данные о кредите частному сектору имеются по широкому диапазону стран, мы выбрали эту переменную, которая, как мы считаем, отражает общие изменения в большинстве стран мира.

Выполнение обещания

Столкнувшись с этими разочаровывающими результатами, одно из направлений исследований называет действующие правовые системы в числе институциональных факторов, важных для финансового развития. Например, общее право поддерживает финансовое развитие, потому что защищает граждан от государства надежнее, чем другие правовые традиции (La Porta and others, 1998).

Другие исследователи рассматривали степень, в которой страны фактически защищают права собственности (Acemoglu and Johnson, 2005). Каждой финансовой операции присуще обещание погашения в будущем. Хозяйствующие субъекты заключают финансовые операции по собственному желанию, если это обещание опирается на надежный механизм обеспечения выполнения, то есть при фактической защите их прав собственности. Следовательно, гласит аргумент, устойчивое финансовое развитие возможно только тогда, когда все стороны-участницы верят в то, что обещания будут выполнены.

Этот вывод, при всем его значении, ставит вопрос о конечном источнике *фактической* защиты прав собственности. Ряд авторов утверждает, что решающее значение имеют политические институты: по сути, только правительства могут обеспечить, чтобы защита не осталась лишь на бумаге в тексте закона, а фактически предоставлялась. Хозяйствующие субъекты должны верить в то, что политическая система предоставит стимул власти имущим к обеспечению соблюдения прав собственности. Для финансового развития лучше всего, когда правительства достаточно сильны, чтобы на деле защищать права собственности и готовы держать свои собственные полномочия под контролем, чтобы предотвращать злоупотребления (Haber, North, and Weingast, 2008; и Keefer, 2008). Это хрупкое равновесие опирается на готовность политических игроков подчиняться системе сдержек и противовесов. Доверие к правительству приведет к оживлению финансовой активности. Согласно этой точке зрения, качество политических институтов страны является в конечном итоге определяющим фактором финансового развития. Мы обнаружили, что большинство длительных эпизодов углубления финансового рынка действительно имело место в странах с высококачественными и стабильными политическими институтами.

Ускорение темпов финансового развития

Для проверки этой гипотезы мы провели анализ эволюции отношения кредита частному сектору к ВВП. Мы рассмотрели выборку из 160 стран с высоким, средним и низким уровнем доходов за 1960–2005 годы и выявили 209 периодов ускорения темпов финансового развития (по определению, годовых темпов роста отношения кредита частному сектору к ВВП, превышавших 2 процента в течение не менее пяти лет). Мы пользовались центрированным трехлетним скользящим средним значением, что позволило нам избежать «случайностей» или случайных годовых изменений.

Продолжительность эпизодов ускорения финансового развития колебалась от 5 лет (заданного минимума) до 22 лет. Согласно принятым в литературе критериям, мы разделили периоды ускорения на короткие (длившиеся от 5 до 10 лет) и длительные/ устойчивые (свыше 10 лет). Из 209 эпизодов к длительным относились лишь 48 (чуть более одной пятой). Большинство стран, имеющих в настоящее время хорошо развитые финансовые системы, пережило устойчивое ускорение в какой-то момент за последние 50 лет. Но это само по себе не гарантия успеха; в ряде стран развитие дало обратный ход.

Для проверки нашей гипотезы о политических институтах мы сопоставили сложившиеся экономические и институциональные условия в начале периодов краткосрочного ускорения и устойчивого ускорения. Мы изучили, насколько и каким образом данный набор факторов (макроэкономические переменные, финансовая либерализация и типы политических институтов) влияет на ускорение. К макроэкономическим переменным относятся рост ВВП и инфляция. Финансовая либерализация выражается индексом. Качество политических институтов выражается индексом государственного устройства (Polity IV Project), значения которого колеблются от -10 (авторитарные режимы) до +10 (демократические режимы).

Мы обнаружили, что детерминанты финансового ускорения неодинаковы в коротких и длительных эпизодах. Благоприятные макроэкономические условия, как и финансовая либерализация, усиливают вероятность всех видов ускорения. Когда страна принимает меры по либерализации своей финансовой системы, это оказывает сильное и масштабное влияние на вероятность всех видов ускорения.

Значительное различие заключается во влиянии переменной политических институтов. Наши результаты решительно поддерживают мнение, согласно которому политические институты имеют значение, указывая, что в странах со сдержками и противовесами в их политической системе, то есть с более демократическим режимом, финансовое развитие более вероятно. С другой стороны, мы обнаружили, что переменная государственного устройства оказывает сильное и отрицательное влияние на вероятность короткого периода ускорения. Это говорит о том, что в странах, в политической системе которых велика доля демократического содержания, краткосрочное финансовое развитие менее вероятно.

В целях дальнейшего изучения влияния политической стабильности на финансовое развитие мы также рассмотрели влияние устойчивости (продолжительности в годах) политического режима. Результаты свидетельствуют о том, что устойчивость демократического режима — сочетание стабиль-

ности и высококачественных политических институтов — значительно повышает вероятность устойчивого периода финансового развития.

Благодатная почва

Мы обнаружили, что в странах с более слабыми политическими институтами более вероятны временные скачки финансового развития. С другой стороны, в странах, политические институты которых включают сдержки и противовесы, более вероятно подлинное долгосрочное углубление финансового рынка после финансовой либерализации. Устойчивые демократические режимы — режимы, сочетающие стабильность

Устойчивые демократические режимы являются наиболее благодатной почвой для углубления финансового рынка.

и высококачественные политические институты, в которых на игроков распространяются сдержки и противовесы — являются наиболее благодатной почвой для углубления финансового рынка.

Финансовая либерализация — сильный стимул для ускорения финансового развития, но этого недостаточно для устойчивого углубления финансового сектора. Последнее требует мер финансовой либерализации, опирающихся на политические условия, внушающие доверие к финансовым обещаниям, уверенность в том, что их выполнение будет обеспечиваться и правительство не отменит права собственности. Такое доверие вытекает из качества политических институтов и их устойчивости. ■

Марк Квинтин — начальник отдела в Институте МВФ, а Женевиэва Вердьё — экономист в Департаменте стран Африки МВФ.

Литература:

- Acemoglu, Daron, and Simon Johnson, 2005, "Unbundling Institutions," *Journal of Political Economy*, Vol. 113, No. 5, pp. 949–95.
- Haber, Stephen, Douglass North, and Barry Weingast, 2008, "Political Institutions and Financial Development," in *Political Institutions and Financial Development*, ed. by Stephen Haber, Douglass North, and Barry Weingast (Stanford, California: Stanford University Press), pp. 1–9.
- Keefer, Philip, 2008, "Beyond Legal Origin and Checks and Balances: Political Credibility, Citizen Information, and Financial Sector Development," in *Political Institutions and Financial Development*, ed. by Stephen Haber, Douglass North, and Barry Weingast (Stanford, California: Stanford University Press), pp. 125–55.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert Vishny, 1998, "Law and Finance," *Journal of Political Economy*, Vol. 106, No. 6, pp. 1113–55.
- McKinnon, Ronald I., 1973, *Money and Capital in Economic Development* (Washington: Brookings Institution).
- Polity IV Project, available at www.systemicpeace.org/polity/polity4.htm
- Quintyn, Marc, and Geneviève Verdier, 2010, "Mother, Can I Trust the Government? Sustained Financial Deepening—A Political Institutions View," *IMF Working Paper 10/210* (Washington: International Monetary Fund).
- Shaw, Edward S., 1973, *Financial Deepening in Economic Development* (New York: Oxford University Press).

Как «жать на педаль газа»

Движущие силы коротких и длительных периодов ускорения неодинаковы.

	Периоды ускорения продолжительностью в 5–10 лет	Периоды ускорения продолжительностью более 10 лет
Макроэкономические		
Реальный экономический рост	+	+
Финансовые		
Финансовая либерализация	+	+
Банковский надзор	–	+
Политические институты		
Государственное устройство	–	+
Устойчивость, демократия	–	+
Устойчивость, автократия	+	–
Другие		
Отношение кредита к ВВП	–	–
ВВП на душу населения	+	+

Источник: расчеты авторов.
Примечание. Знак плюс/минус обозначает положительную (отрицательную) корреляцию между переменной и ускорением финансового развития.