

### 3. Усиление экономического роста путем финансового развития<sup>1</sup>

Перед странами региона Ближнего Востока и Северной Африки (БВСА) и Кавказа и Центральной Азии (КЦА) стоит неотложная и в то же время сложная задача содействия расширению инвестиций частного сектора и диверсификации в целях укрепления и поддержания экономического роста. С учетом этого, для диверсификации экономики и достижения экономических преобразований потребуются устойчивые и динамичные финансовые секторы, обеспечивающие наличие достаточного финансирования для частного сектора. Однако задача финансового развития во многих из этих стран еще до конца не решена. В частности, в странах, не входящих в Совет сотрудничества арабских государств Залива (ССЗ), финансовые рынки недостаточно развиты, а финансовое развитие тормозится из-за продолжительной нестабильности денежно-кредитной политики и отмечающихся на протяжении длительного времени недостатков нормативно-правовой базы. В странах-членах ССЗ эффективность финансовых рынков за последнее десятилетие снизилась. В большинстве стран региона БВСА и КЦА значительная роль государственных органов в финансовом секторе представляется основным барьером на пути финансового развития из-за преобладания государственных банков и растущей доли кредитов, используемых для финансирования долга государственного сектора. В этой связи реформы, направленные на облегчение конкуренции в банковских системах за счет сокращения роли государства, снижения барьеров для входа на рынок и ослабления ограничений на счет движения капитала, согласно оценкам, через пять лет приведут к росту реального кредитования частного сектора более чем на 5 процентов, а реального ВВП на душу населения – почти на 2 процента. Кроме того, реформы должны быть направлены на расширение роли финансовых рынков путем поощрения более активного участия институциональных инвесторов, создания устойчивых рынков государственных облигаций и усиления финансовой интеграции путем поощрения участия нерезидентов. В более широком смысле укрепление макроэкономических и институциональных основ является важнейшей предпосылкой для ускорения финансового развития и экономического роста; при этом политика в области финансового сектора должна быть направлена на расширение каналов финансирования, доступных частному сектору.

#### 3.1. Развитие финансового сектора остается незавершенной задачей

За последние два десятилетия в странах региона БВСА и КЦА наблюдаются улучшения финансового развития<sup>2</sup>. Эти улучшения шли рука об руку с экономическим развитием и сыграли решающую роль в ускорении инклюзивного роста (вставка 3.1). В течение 1990-х годов отмечалось заметное увеличение темпов финансовых реформ, что в целом соответствовало прогрессу, наблюдавшемуся на крупных формирующихся рынках в других странах (рис. 3.1, панель 1). Тем не менее, прогресс в области финансового развития складывался неоднородно в разных регионах; так, в странах КЦА наблюдалось небольшое продвижение, тогда как в странах БВСА отмечалась стагнация, особенно после мирового финансового кризиса и волнений в арабских странах (рис. 3.1, панель 2)<sup>3</sup>. Кроме того, темпы реформ замедлились, однако возможности для улучшения сохраняются, в том числе в части либерализации процентных ставок (Египет, Марокко, Оман, Пакистан), расширения доли частного сектора в банковском секторе (Алжир, Египет, страны ССЗ, Марокко, Тунис) и развития рынков капитала<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> Главу подготовили: Уилл Абель, Апостолос Апостолу, Виждан Боранова, Сейед Вахид Хассани, Трой Мэтисон (соруководитель), Хела Мрабет, Салем Нечи, Томас Пионтек (соруководитель), Билал Табти и Суби Сувета Велкумар.

<sup>2</sup> Для целей представления данных упоминания стран Ближнего Востока и Северной Африки (БВСА) в основном тексте также включают Пакистан.

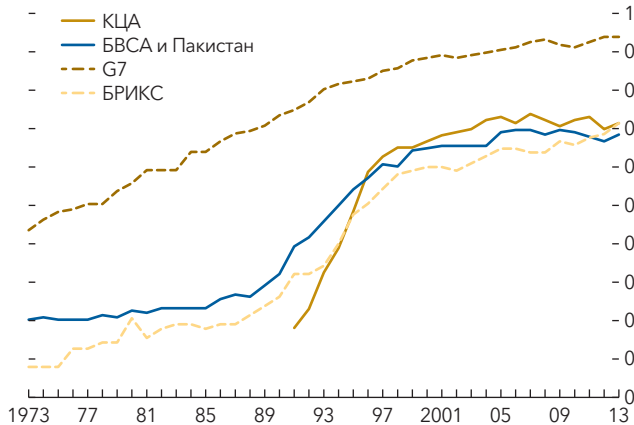
<sup>3</sup> Подробную информацию об индексах финансового развития МВФ, используемых в этой главе, можно найти здесь. Общий индекс финансового развития каждой страны включает индексы, относящиеся к финансовым учреждениям и финансовым рынкам. К финансовым учреждениям относятся банки, страховые компании, пенсионные фонды, паевые инвестиционные фонды и другие небанковские финансовые учреждения. Финансовые рынки включают в себя рынки акций и облигаций. Каждый подкомпонент состоит из трех субиндексов, охватывающих емкость, доступ и эффективность институтов и рынков.

<sup>4</sup> Согласно Otagi (2022), обновленная база данных охватывает семь аспектов финансовых реформ: кредитный контроль и резервные требования, либерализацию процентных ставок, выход на банковский рынок, приватизацию банков, либерализацию финансовых счетов, рынки ценных бумаг и надзор за банковским сектором.

### Рисунок 3.1. БВСА и КЦА: финансовые реформы и развитие

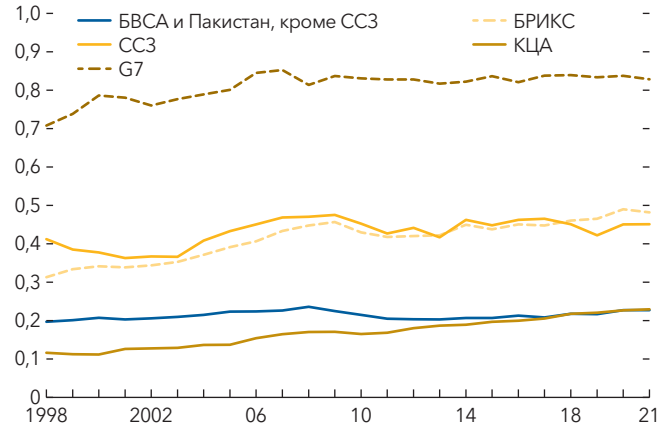
#### 1. Индекс финансовых реформ

(Уровень индекса от 0 до 1)



#### 2. Индекс финансового развития

(Уровень индекса, простые средние значения)



Источники: Индекс финансового развития МВФ; база данных финансовых реформ (Омоги, 2022); и расчеты персонала МВФ.

Примечание. В панели 1 только две страны СС3 (Саудовская Аравия и Объединенные Арабские Эмираты) вошли в базу данных финансовых реформ и включены в агрегированные данные БВСА и Пакистана. БРИКС – Бразилия, Россия, Индия, Китай и Южная Африка; КЦА – Кавказ и Центральная Азия; G7 – Группа семи; СС3 – Совет сотрудничества арабских государств Залива, БВСА – Ближний Восток и Северная Африка.

Если посмотреть на регионы БВСА и КЦА, то характерными ключевыми особенностями являются сильное присутствие государства в банковских системах и менее емкие рынки капитала по сравнению с другими регионами мира<sup>5</sup>. В регионе БВСА также наглядно видна сильная взаимосвязь между государством и банками и государством и рынками суверенного капитала, где на государственный сектор приходится относительно большая доля кредитов банковского сектора, что может вытеснять кредитование частного сектора. На долю государственных предприятий также приходится значительная доля рыночной капитализации и торговли на рынках капитала. Эти особенности отчасти объясняют относительно высокие показатели регионов по эффективности их финансовых институтов и низкие показатели по рынкам капитала (рис. 3.2, панель 4). Так, в то время как высокий уровень рентабельности банков способствует высоким показателям эффективности финансовых учреждений, это может быть отчасти связано с более высокими кредитными спредами, отражающими низкий уровень конкуренции в регионах БВСА и КЦА (рис. 3.2, панель 1). Кроме того, низкая ликвидность на долговых и фондовых рынках, вероятно, обусловлена недостаточной диверсификацией листинга и слабо развитой базой институциональных инвесторов. Эти факторы ограничивают круг участия небольшим числом инвесторов<sup>6</sup>.

По некоторым аспектам финансового развития между регионами отмечается более высокая неоднородность.

- По финансовому развитию страны СС3 опережают большинство других стран в регионах БВСА и КЦА. Тем не менее, по сравнению со странами с аналогичным уровнем ВВП на душу населения в других регионах

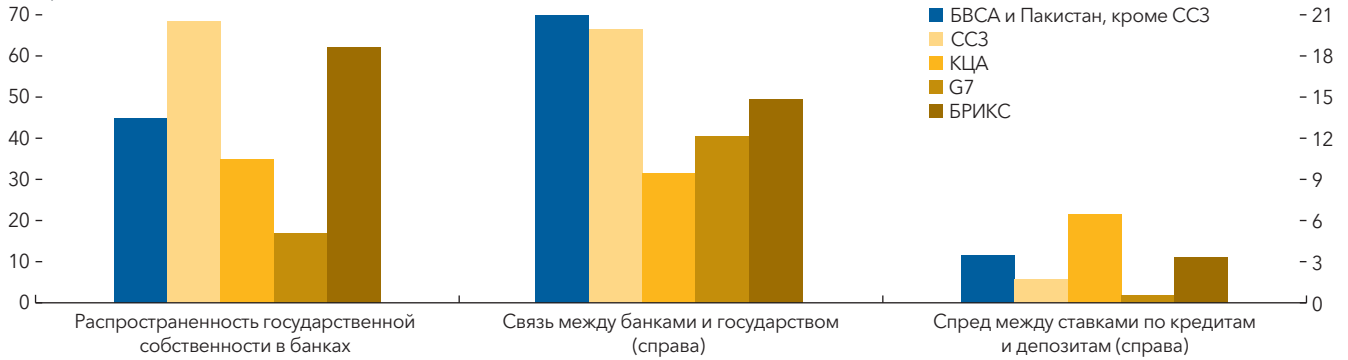
<sup>5</sup> Государственные банки играют особенно преобладающую роль в странах БВСА. Собственность является государственной, когда наибольшая доля (более 50 процентов) активов принадлежит акционерам, относящимся к категории «государственных органов, включая государственные учреждения, муниципалитеты и фонды национального благосостояния», что документально подтверждается набором данных Fitch Ratings Pro. Банки, принадлежащие фондам национального благосостояния, – особенно в странах СС3 – могут действовать в большей степени ориентируясь на рыночные принципы, и в меньшей степени подвергаются политическому вмешательству, чем банки, находящиеся под прямым контролем центральных органов власти, однако в силу «самого характера структуры собственности эти учреждения отличаются от частных компаний, поскольку они не обязательно преследуют цель максимизации прибыли, в то время как государственная поддержка может обеспечить им особое положение на рынке», как отмечается во вставке 3 МВФ (2024).

<sup>6</sup> Для финансовых учреждений показатели емкости включают размер кредита частному сектору, активов пенсионных и паевых инвестиционных фондов по отношению к ВВП, отношение премий по страхованию жизни и имущественному страхованию к ВВП. Доступ включает количество отделений банков и банкоматов на 1000 взрослых, а эффективность включает чистую процентную маржу, спред между ставками по кредитам и депозитам, непроцентный доход по отношению к общему доходу, накладные расходы по отношению к совокупным активам и показатели рентабельности (прибыль на активы и прибыль на акционерный капитал). Что касается финансовых рынков, то показатели емкости включают размер фондового рынка, объем торгуемых акций и объем международных долговых ценных бумаг государственных, финансовых и нефинансовых корпораций по отношению к ВВП; доступ включает процент рыночной капитализации помимо 10 крупнейших компаний и общее количество эмитентов долговых обязательств; эффективность включает оборот фондового рынка (отношение торгуемых акций к капитализации).

**Рисунок 3.2. Структура банковского сектора и финансовое развитие**

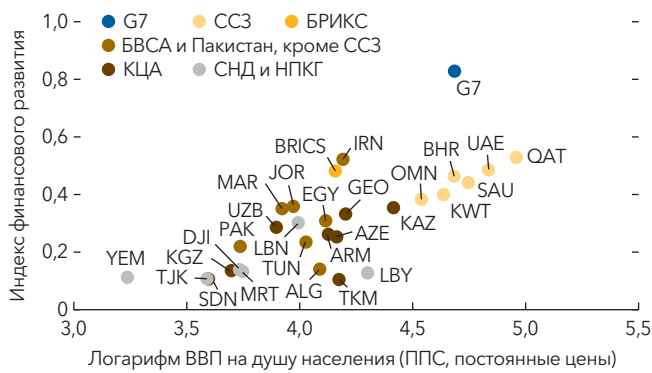
**1. Распространенность государственной собственности в банках, связь между банками и государством и рентабельность**

(Проценты; медианы; 2022 год)



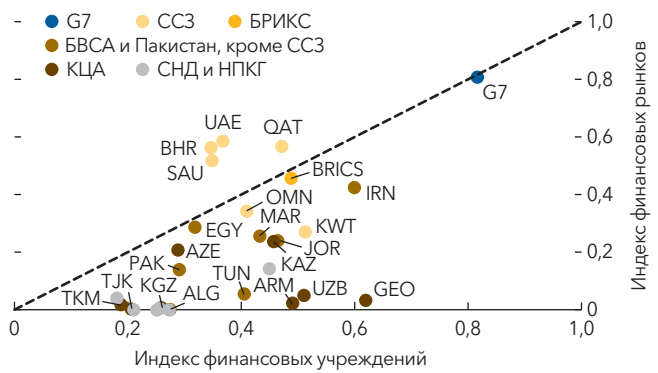
**2. Финансовое развитие и ВВП на душу населения, 2021 год**

(Индекс, от 0 до 1, и коэффициент)



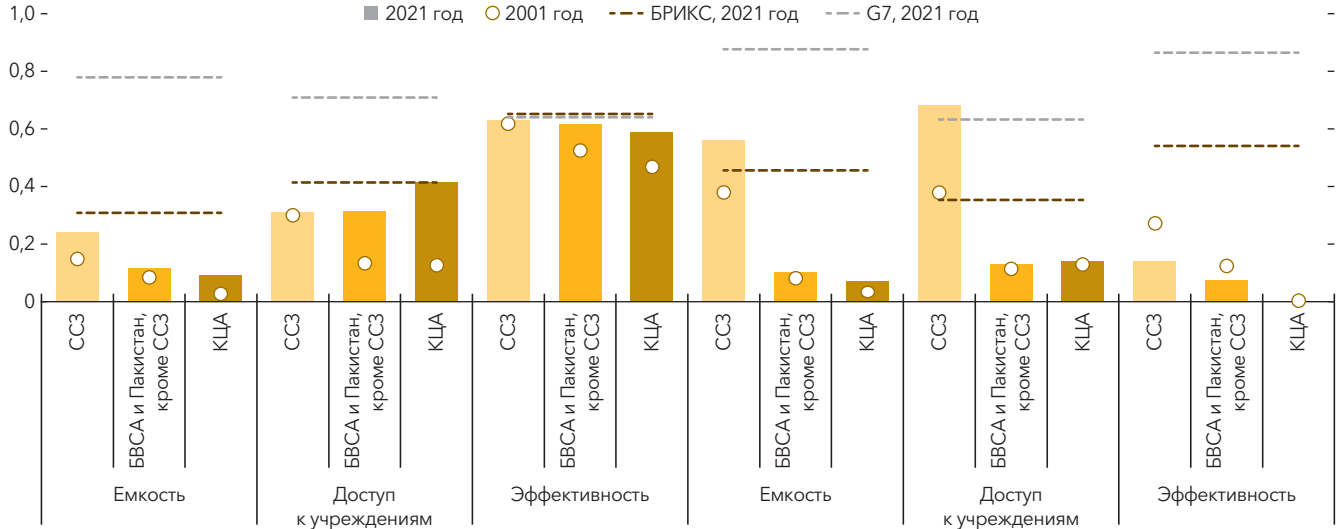
**3. Финансовые институты и развитие рынков, 2021 год**

(Индекс, от 0 до 1)



**4. Развитие финансовых институтов и рынков по регионам**

(Индекс, от 0 до 1)



Источники: Fitch Connect; Показатели мирового развития Всемирного банка; Индекс финансового развития МВФ; «Перспективы развития мировой экономики» МВФ; и расчеты персонала МВФ.

Примечание. Для панелей 1 и 4 КЦА и БВСА (кроме СС3) включают СНГ и НПКГ. Распространенность государственной собственности в банках определяется как доля активов, принадлежащих государственным банкам, в общих банковских активах. Связь между государством и банками определяется как кредитование государственного сектора (центральных и местных органов власти, а также государственных предприятий; требования к центральному банку исключаются) как доля совокупных банковских активов. Спред между ставками по кредитам и депозитам, используемый в качестве приблизительного показателя рентабельности банков, определяется как средний пятилетний спред между процентными ставками по кредитам и депозитам; для стран Группы семи приблизительным показателем служит спред между краткосрочными процентными ставками и доходностью долгосрочных облигаций. На рисунке в обозначениях использованы коды стран, принятые Международной организацией по стандартизации (ИСО). БРИКС – Бразилия, Россия, Индия, Китай, Южная Африка; КЦА – Кавказ и Центральная Азия; НПКГ – нестабильные и пострадавшие от конфликтов государства; G7 – Группа семи; СС3 – Совет сотрудничества арабских государств Залива; СНГ – страна с низким доходом; БВСА – Ближний Восток и Северная Африка. ППС – паритет покупательной способности.

мира, страны ССЗ часто отстают, особенно в развитии финансовых институтов (рис. 3.2, панели 2 и 3). Более того, несмотря на то что страны ССЗ в среднем имеют высокие показатели емкости финансового рынка и доступа к нему, эффективность их рынков за последнее десятилетие снизилась, поскольку более низкий оборот фондового рынка и повышенные спреды между курсами покупателей и продавцов сдерживают торговлю на вторичном фондовом рынке в некоторых странах (рис. 3.2, панель 4). Такое снижение эффективности рынка наряду с замедлением улучшения доступа к финансовым учреждениям привело к стагнации финансового развития в странах ССЗ после мирового финансового кризиса. Тем не менее, хотя они не измеряются напрямую показателями доступа к финансовым услугам, технологические достижения, включая мобильные платежи, краудфандинговые платформы и финтех, открыли новые возможности для кредитования и сбережений и расширили доступ к финансовым услугам в странах ССЗ, особенно для женщин и молодежи<sup>7</sup>.

- В странах БВСА, не входящих в ССЗ, финансовые системы по-прежнему в значительной степени зависят от банков. В целом развитие финансовых институтов в этих странах намного опережает развитие рынка, но при этом остается ниже уровней крупнейших стран с формирующимся рынком в мире (рис. 3.2, панель 3). Это согласуется с наблюдением о том, что системы, основанные на взаимоотношениях (то есть через финансовое посредничество с помощью банков), как правило, в большей степени распространены на ранних стадиях финансового развития<sup>8</sup>. Кроме того, степень развития финансовых учреждений в странах БВСА, не входящих в ССЗ, относительно низка, поскольку небанковские финансовые учреждения (пенсионные фонды, страховые компании и паевые инвестиционные фонды) играют относительно небольшую роль в финансовых системах региона (рис. 3.2, панель 4).
- В странах КЦА государственная собственность, как правило, в меньшей степени распространена в банковском секторе, хотя влияние государства, по-видимому, выходит за рамки прямого владения банками<sup>9</sup>. Кроме того, рентабельность банков в целом выше (рис. 3.2, панель 1), а в последнее время она поддерживается значительным притоком капитала из России.<sup>10</sup> Во всех странах КЦА в целом отмечается более высокий уровень развития финансовых учреждений, чем финансовых рынков; это согласуется с тем, что в финансовых системах этих стран в значительной степени преобладают банки (рис. 3.2, панель 3). Более того, за последние два десятилетия наблюдалось незначительное, но устойчивое улучшение в развитии финансовых учреждений, отмеченное повышением доступности банковских услуг (рис. 3.2, панель 4). Хотя это напрямую не отражается в рассматриваемых здесь показателях, важно отметить, что регион КЦА также имеет относительно высокие уровни долларизации, что, вероятно, сдерживает финансовое развитие (Chakir et al., 2022).

## 3.2. Ключевые структурные факторы влияют на финансовое развитие

Различия в финансовом развитии между странами в регионах БВСА и КЦА за последние два десятилетия можно объяснить наличием нескольких основных барьеров. Как показывают прошлые исследования и эмпирические данные, некоторые факторы, такие как макроэкономическая стабильность и эффективное управление, могут поддерживать финансовое развитие, однако другие, в том числе относительно большое присутствие государства в финансовом секторе и сильная зависимость от сырьевых товаров, могут препятствовать прогрессу<sup>11</sup>. В связи

<sup>7</sup> Распространение за последний период операторов инструментов финтех и мобильного банкинга меняет ландшафт финансового развития (Sahay et al., 2020). Тем не менее это относительно новые явления, а отсутствие данных за достаточно длительный период и для межстрановых сопоставлений не позволяет включить их в индекс финансового развития (Svirydzhenka, 2016).

<sup>8</sup> Системы на основе банков могут обладать сравнительным преимуществом в снижении трений на рынке, обусловленных асимметричной информацией и недостаточно развитыми правовыми системами (Rajan and Zingales, 2001).

<sup>9</sup> Например, политическое влияние на поведение частных финансовых организаций служит препятствием для финансового развития в регионе. В работе Poghosyan, 2022, сделан вывод, что снижение роли государства в финансовых системах КЦА может привести к повышению эффективности финансового посредничества, что, в свою очередь, будет способствовать финансовому развитию. Еще одним аспектом влияния государства на сектор является преобладание целевых и субсидируемых кредитов, как отмечено во вставке 1 МВФ (2023а).

<sup>10</sup> См. главу 3 доклада «Перспективы развития региональной экономики. Ближний Восток и Центральная Азия» за октябрь 2023 года.

<sup>11</sup> Что касается стран БВСА, то, как следует из выводов Farazi, Feyen, and Rocha, 2013, государственные банки имеют более низкую рентабельность и более высокую долю необслуживаемых кредитов, чем частные банки. Сопоставимые результаты были получены в Пакистане (Bonaccorsi di Patti and Hardy, 2005), Латинской Америке (Micco, Panizza, and Yanez, 2007), Китае (Berger, Hasan, and Zhou, 2009) и Южной и Юго-Восточной Азии (Williams and Nguyen, 2005; Micco, Panizza, and Yanez, 2007; Cornett et al., 2010). См. онлайн-приложение 3, где приведено резюме обширной литературы по вопросам финансового развития.

**Таблица 3.1. Ключевые факторы финансового развития**

(Цвета обозначают сочетание степени отклонения от медианных значений полной выборки (белый) и знака коэффициента воздействия. Оранжевым цветом обозначено отклонение от медианного значения выборки, которое пагубно сказывается на финансовом развитии; бирюзовым цветом показано обратное отношение).

Группы	Денежно-кредитная стабильность	Верховенство права	Доля кредита государственному сектору	Зависимость экономики от природных ресурсов	Роль государственных банков
КЦА	Оранжевый	Оранжевый	Бирюзовый	Оранжевый	Бирюзовый
ССЗ	Бирюзовый	Бирюзовый	Оранжевый	Оранжевый	Оранжевый
БВСА, кроме ССЗ	Оранжевый	Оранжевый	Оранжевый	Бирюзовый	Оранжевый
Страна с развитой экономикой	Бирюзовый	Бирюзовый	Бирюзовый	Бирюзовый	Бирюзовый
Страна с формирующимся рынком	Бирюзовый	Бирюзовый	Бирюзовый	Бирюзовый	Бирюзовый
Направление существенного воздействия на финансовое развитие	+	+	-	-	-

Источники: Индекс свободы человека, публикуемый Институтом Фрейзера, показатели мирового развития Всемирного банка, Международная финансовая статистика МВФ; и расчеты персонала МВФ.

Примечание. В пяти верхних строках таблицы показано, какое место занимают регионы по ключевым факторам, влияющим на финансовое развитие. В нижней строке показано направление воздействия (если оно существенно) каждого фактора на финансовое развитие, оцененного с помощью панельной регрессии на основе данных по 21 стране БВСА и КЦА за период с 2004 по 2021 годы (см. онлайн-приложение 3). КЦА – Кавказ и Центральная Азия; ССЗ – Совет сотрудничества арабских государств Залива; БВСА – Ближний Восток и Северная Африка.

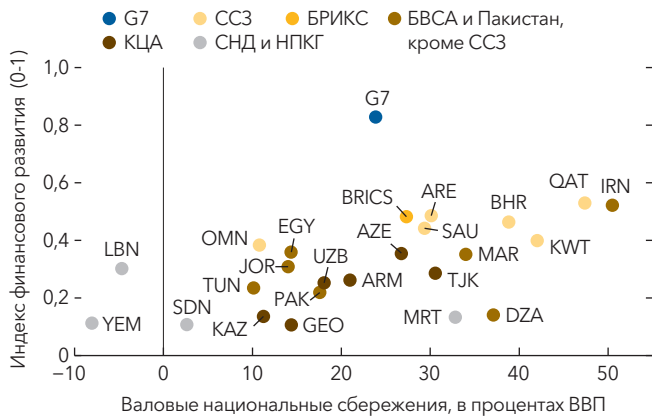
с этим многие страны в регионах БВСА и КЦА отстают по одному или нескольким параметрам, способствующим финансовому развитию (таблица 3.1).

- В странах БВСА, не входящих в ССЗ, и в странах КЦА основными препятствиями для финансового развития являются длительная нестабильность в денежно-кредитной сфере, существенное участие государства в банковском секторе и относительно слабые правовые системы. Кроме того, отсутствие надежных прав собственности и прав кредиторов ограничивает конкуренцию, снижает интерес инвесторов и увеличивает затраты на финансирование (Teodoru and Akepanidaworn, 2022, и Gigineishvili et al., 2023). В то же время банковские системы во многих странах БВСА, не входящих в ССЗ, имеют относительно высокий показатель доли суверенных кредитов. Эта связь между государством и банками (когда банки владеют значительными объемами долга государственного сектора) может вытеснять кредитование частного сектора.
- В странах ССЗ государственный сектор также оказывает сильное влияние на финансовые системы. Значительная доля активов банковского сектора, как правило, состоит из суверенного долга, хотя долг государственного сектора остается относительно низким в регионе (за исключением Бахрейна), а государственные предприятия (включая банки) в целом имеют значительное присутствие на рынках капитала. Кроме того, нефтяной сектор, на который приходится существенная доля ВВП, также может ослаблять финансовое развитие в некоторых странах, ввиду большей вероятности инвестирования его прибыли за рубежом (Beck and Poelhekke, 2023). Кроме того, серьезная зависимость от валютных поступлений, связанных с нефтью, также может привести к повышению волатильности ликвидности и увеличению рисков во внутреннем банковском секторе.

Мобилизация более обширных источников сбережений может помочь открыть более широкие возможности для финансирования частных инвестиций и еще больше поддержать финансовое развитие (рис. 3.3, панель 1). Для этого необходимо устранить основные препятствия на пути развития рынков капитала для перехода от финан-

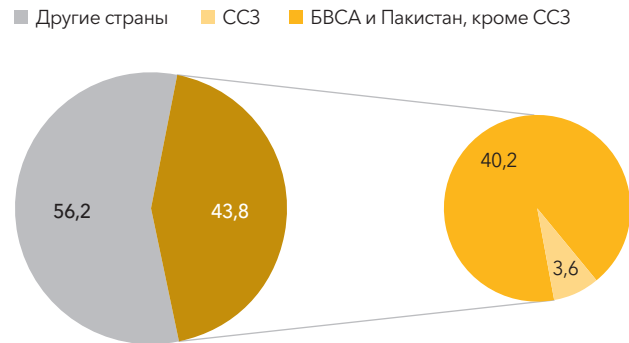
### Рисунок 3.3. БВСА КЦА: частные сбережения, исламский долг и фондовые рынки

#### 1. Валовые частные сбережения и индекс финансового развития



#### 2. Исламские государственные облигации

(Непогашенные суммы; процент от общей суммы)



#### 3. Рыночная капитализация и оборот

(В процентах ВВП, простые средние значения)



Источники: Bloomberg Finance L.P.; Индекс финансового развития МВФ; база данных «Перспективы развития мировой экономики» МВФ; Показатели мирового развития Всемирного банка и расчеты персонала МВФ.

Примечание. Панель 3 включает имеющиеся данные по странам БВСА и КЦА. БРИКС – Бразилия, Россия, Индия, Китай, Южная Африка; КЦА – Кавказ и Центральная Азия; НПКГ – нестабильные и пострадавшие от конфликтов государства; G7 – Группа семи; CC3 – Совет сотрудничества арабских государств Залива; СНГ – страна с низким доходом; БВСА – Ближний Восток и Северная Африка.

совых систем, в которых доминируют банки, к более диверсифицированным финансовым системам. Важнейшим шагом в этом направлении является создание рынка облигаций местных органов власти, который обеспечивает безрисковый актив и соответствующую безрисковую ставку (Chami, Fullenkamp, and Sharma, 2010). Однако такие проблемы, как нерегулярный выпуск облигаций, особенно с более длительными сроками погашения, отсутствие торговли на вторичном рынке и препятствия для участия нерезидентов, сдерживают развитие рынков облигаций местных органов власти и корпоративных облигаций в ряде стран БВСА и КЦА<sup>12</sup>. Более того, несмотря на то что исламские финансовые механизмы являются важным источником финансирования в некоторых странах региона, они сосредоточены в основном в исламской банковской системе, а выпуск сукук (исламских облигаций) происходит нерегулярно (рис. 3.3, панель 2). Положительным моментом является то, что за последние несколько лет расширился объем акционерного финансирования наряду с ростом рыночной капитализации и увеличением числа первичных публичных размещений, в первую очередь в странах CC3. Тем не менее участие инвесторов сдерживается из-за неизменно низкой ликвидности и торговли, в основном сосредоточенной на акциях финансовых компаний и государственных предприятий (рис. 3.3, панель 3).

<sup>12</sup> Кроме того, институциональные инвесторы, такие как страховые компании и пенсионные фонды, тоже могут играть важную роль в предоставлении финансовых услуг для долгосрочных сбережений и распределения рисков, а также выступая в качестве стабильных инвесторов в долгосрочные долговые обязательства. Несмотря на сложности с оценкой участия таких инвесторов в регионе из-за ограниченности данных, вероятно, существуют значительные возможности для развития и расширения этих секторов (Poghosyan, 2022).



### 3.3. Реформы могут стимулировать финансовое развитие и экономический рост

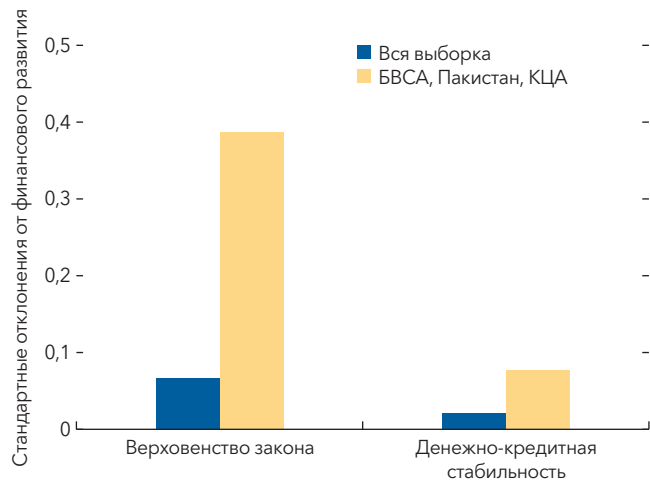
Финансовое развитие в большинстве стран БВСА и КЦА было ограничено денежно-кредитной нестабильностью в прошлом, долговременными недостатками в нормативно-правовой базе и значительным присутствием государства в финансовых секторах. Повышение макроэкономической стабильности и укрепление верховенства права хорошо зарекомендовали себя в качестве ключевых приоритетов для повышения роста в странах БВСА и КЦА (см. Главу 2 и «Перспективы развития региональной экономики: Ближний Восток и Центральная Азия» за октябрь 2023 года). Как показывают эмпирические оценки, совершенствование макроэкономической и правовой базы также является важнейшим предварительным условием для ускорения финансового развития, при этом в странах БВСА и КЦА выгоды могут быть более выраженными, чем в других странах мира (рис. 3.4). Более того, эти достижения могут быть еще больше усилены за счет реализации пакета реформ в финансовом секторе, направленных на смягчение других ключевых препятствий на пути финансового развития.

Рассматриваемые в этой главе реформы финансового сектора направлены на снижение доминирования государства в банковском секторе и поощрение выхода на рынок новых участников для развития конкуренции, наряду с устранением оставшихся ограничений в отношении счета движения капитала для расширения базы инвесторов<sup>13</sup>. Как показывают результаты, такие финансовые реформы связаны с долгосрочным воздействием как на кредитование частного сектора, так и на объем производства на душу населения в регионах БВСА и КЦА. В частности, спустя пять лет после проведения реформ реальное кредитование частного сектора увеличилось более чем на 5 процентов, а ВВП на душу населения повысился примерно на 2 процента (рис. 3.5).

Рассматривая отдельные реформы в регионах БВСА и КЦА, можно сказать, что наиболее значительные положительные эффекты сопутствуют реформам, направленным на сокращение государственного присутствия и стимулирование конкуренции. Через пять лет после реализации этих реформ реальное кредитование частного сектора увеличивается почти на 10 процентов, а ВВП на душу населения – почти на 3 процента (рис. 3.6). Снятие ограничений на операции по счету движения капитала также приносит заметные улучшения: реальное кредитование частного сектора увеличивается почти на 5 процентов, а ВВП на душу населения – почти на ½ процента.

**Рисунок 3.4. Влияние верховенства права и денежно-кредитной стабильности на финансовое развитие**

(Оценки коэффициентов панели)



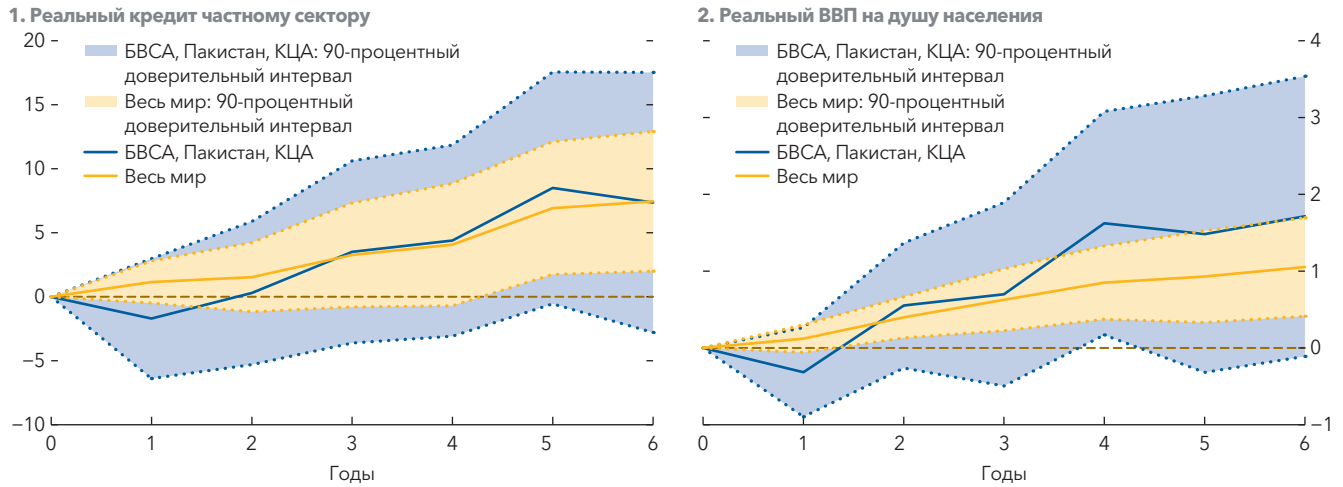
Источники: Индекс финансового развития МВФ; «Общемировые показатели государственного управления» Всемирного банка; Индекс экономической свободы, публикуемый Институтом Фрейзера.

Примечание. Переменные стандартизируются перед оценкой. Все расчетные коэффициенты являются статистически значимыми при уровне 1 процент. Верховенство права входит в состав «Общемировых показателей государственного управления» Всемирного банка и оценивает восприятие доверия экономического субъекта к общественным правилам. Денежно-кредитная стабильность – это сочетание индексов экономической свободы, публикуемых институтом Фрейзера, измеряющих уровень и волатильность инфляции. Более подробную информацию см. в онлайн-приложении 3.3. КЦА – Кавказ и Центральная Азия; БВСА – Ближний Восток и Северная Африка.

<sup>13</sup> Эмпирические оценки основаны на методе локального прогнозирования, разработанном Jordà, 2005, и базе данных о финансовых реформах, обновленной Otagi, 2022. Ограничения в отношении счета движения капитала распространены во многих странах региона БВСА (не входящих в ССЗ) и КЦА (см. IMF, 2023b). Снятие ограничений в отношении счета движения капитала будет способствовать эффективному распределению капитала и привлечению новых участников рынка.

**Рисунок 3.5. Влияние пакета реформ финансового сектора**

(В процентах)



Источники: База данных финансовых реформ (Omori, 2022); база данных Института Брукинса «External Wealth of Nations» (Lane and Milesi-Ferretti, 2018); база данных по банковским кризисам (Laeven and Valencia, 2020); база данных «Перспективы развития мировой экономики» МВФ; база данных по международной финансовой статистике МВФ; расчеты персонала МВФ.

Примечание. Для оценки влияния финансовых реформ используется подход на основе местных прогнозов. Предполагается, что пакет финансовых реформ будет введен в 1-й год. Этот пакет реформ определяется как сумма изменений в политике в отношении финансового сектора между двумя годами по следующим параметрам: 1) приватизация банков, 2) выход на банковский рынок; 3) операции с финансовыми счетами на основе базы данных финансовых реформ (см. онлайн-приложение 3). КЦА – Кавказ и Центральная Азия; БВСА – Ближний Восток и Северная Африка.

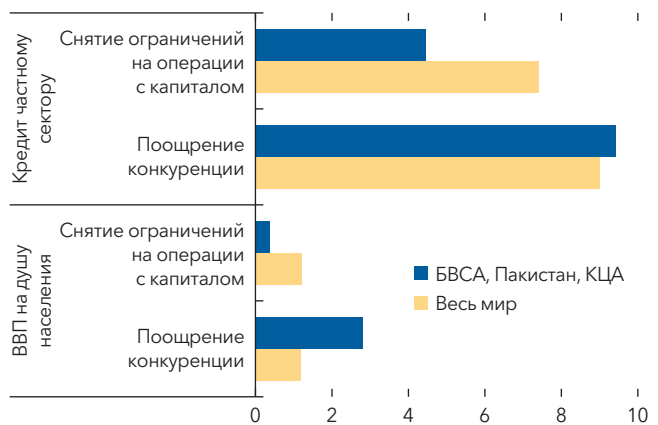
### 3.4. Меры политики, направленные на содействие устойчивому финансовому развитию и экономическому росту

Несмотря на расширение и диверсификацию финансовых систем в странах БВСА и КЦА, остаются значительные возможности для дальнейшего совершенствования. Ключевой целью политики должно быть улучшение доступа к финансированию, особенно для сегментов, недостаточно охваченных финансовыми услугами. Конкретные меры по улучшению финансового развития включают следующие.

- Директивным органам в регионах БВСА и КЦА рекомендуется устранять факторы уязвимости, обусловленные связью между государством и банками, одновременно способствуя повышению доли частного сектора в банковских системах. Краткосрочные меры могут включать: 1) проведение стресс-тестов в банках для оценки рисков, связанных с взаимосвязью; 2) создание буферов и наделение государственных банков ясными и четко определенными мандатами; и 3) адаптация инструментов надзора, таких как стресс-тесты, к конкретным профилям рисков

**Рисунок 3.6. Пятилетнее воздействие конкретных реформ финансового сектора**

(В процентах)



Источники: база данных финансовых реформ (Omori, 2022); база данных Института Брукинса «External Wealth of Nations» (Lane and Milesi-Ferretti, 2018); база данных по банковским кризисам (Laeven and Valencia, 2020); база данных доклада «Перспективы развития мировой экономики» МВФ; база данных «Международной финансовой статистики» и расчеты персонала МВФ.

Примечание. «Снятие ограничений на операции с капиталом» косвенно оценивается в виде ежегодного изменения индекса операций по финансовому счету, тогда как «Поощрение конкуренции» оценивается как сумма изменений индексов приватизации и выхода на банковский рынок за период между двумя годами на основе базы данных о финансовых реформах (см. онлайн-приложение 3). Пятилетнее воздействие реформ финансового сектора во всем мире является статистически значимым уровнем 10 процентов. Для стран региона БВСА и КЦА пятилетний эффект от пакета реформ и реформ в области конкуренции является статистически значимым на уровне 25 процентов. КЦА – Кавказ и Центральная Азия; БВСА – Ближний Восток и Северная Африка.



банков в целях повышения устойчивости<sup>14</sup>. Среднесрочные стратегии должны быть направлены на реформы банковского сектора, нацеленные на снижение барьеров для выхода на рынок, укрепление пруденциальных норм и продвижение финансовых технологий и решений в области цифровизации с целью расширения доступа к финансовым услугам для компаний, не охваченных традиционными банковскими услугами (Vera-Martin et al., 2019).

- В странах ССЗ политика в отношении финансового сектора должна по-прежнему быть направлена на снижение макрофинансовых рисков, например, связанных с расширением участия небанковских финансовых учреждений и цифровизацией. Кроме того, следует принимать меры для дальнейшего развития финансовых рынков, в особенности повышения их эффективности. В частности, эффективность можно повысить за счет поощрения более активного участия институциональных инвесторов, таких как пенсионные фонды и страховые компании, а также усиления финансовой интеграции путем привлечения более широкого круга инвесторов и стимулирования участия нерезидентов. Кроме того, привлечение более широкого круга инвесторов можно обеспечить путем укрепления корпоративного управления, снижения ограничений на иностранную собственность на рынках капитала и усиления защиты инвесторов. В свою очередь, эти реформы будут способствовать появлению более разнообразных источников проектного финансирования для нужд диверсификации (Catalan, Impravado, and Musalem, 2000). Тем не менее, государственным органам необходимо будет взвесить компромиссы, связанные с участием инвесторов-нерезидентов, поскольку их участие может в большей степени зависеть от условий на глобальных рынках и усиливать волатильность на местном рынке капитала. Финансовые технологии (финтех), включая краудфандинг, кредитование предприятий за счет средств частных инвесторов и кредитование под счета-фактуры, могут дополнить эти усилия (Lukonga, 2018). Страны ССЗ продвинулись во многих инициативах в области цифровизации и финтеха, включая создание регуляторных «песочниц», лицензирования цифровых банков (Саудовская Аравия и Объединенные Арабские Эмираты) и создание финтех-хабов. Страны ССЗ также активно изучают цифровые валюты центральных банков. Тем не менее, необходимо проявлять осторожный подход, включая тщательный анализ затрат и выгод и изучение рисков, связанных с финансовой стабильностью. Наконец, власти стран должны и далее применять набор мер регулирования на основе видов деятельности и организаций, пропорциональных размеру, сложности и профилю риска финтех-компаний.
- Не входящие в ССЗ Страны БВСА и КЦА смогут извлечь выгоды благодаря развитию рынка, чтобы диверсифицировать свои базы инвесторов и сбалансировать свою финансовую систему. Эти страны в значительной степени полагаются на финансовые системы, в которых банки являются центральным звеном. Таким образом, ключевые стратегии включают развитие рынков государственных облигаций, приведение регулирования рынков капитала в соответствие с международными стандартами и модернизацию инфраструктуры рынков капитала («Доклад по вопросам глобальной финансовой стабильности», октябрь 2018 года). Создание устойчивых рынков государственных облигаций имеет решающее значение в установлении эталонных процентных ставок по займам в частном секторе, содействии эффективной денежно-кредитной политике и помощи в управлении ликвидностью (IMF/WB 2021). Приведение норм регулирования рынков капитала в соответствие с международными стандартами и модернизация инфраструктуры рынков капитала являются жизненно важными шагами для привлечения иностранных инвестиций и обеспечения ликвидности для эффективной торговли. Кроме того, стимулирование роста небанковских финансовых учреждений за счет усиления регулирования и надзора и укрепление управления рисками путем создания кредитных реестров имеют решающее значение для обеспечения стабильности финансового сектора («Доклад по вопросам глобальной финансовой стабильности», апрель 2023 года).
- Эффективное управление новыми рисками и вызовами имеет решающее значение для обеспечения финансовой стабильности в условиях продолжающегося финансового развития. Например, чтобы использовать преимущества роста трансграничных потоков и одновременно снизить связанные с ними риски, решающее значение имеет надлежащее сочетание макрофинансовых мер, которое может включать валютные интервенции, макропруденциальные меры и меры по управлению потоками капитала (Garcia Pascual, Singh, and Surti, 2021).

<sup>14</sup> Более подробную информацию о предложениях по вопросам политики, связанным с государственными банками, см. в работе Adams et al., 2022.

Нормативно-правовая и надзорная база также потребует обновления в соответствии с целями финансового развития, установленными властями ((Sinha 2012; Zhu, Zhang, and Zhang 2023). В этом контексте важное значение имеют несколько ключевых защитных механизмов, в том числе: 1) осуществление надлежащим образом обеспеченного ресурсами и интенсивного надзора; 2) стимулирование более эффективного управления рисками, особенно в связи с расширением участия небанковских финансовых учреждений; 3) внедрение адекватных и всеобъемлющих пруденциальных нормативных актов (например, по инструментам управления капиталом и ликвидностью); и 4) устранение пробелов в данных для содействия надлежащей и своевременной оценке рисков участниками рынка и надзорными органами. Кроме того, применение инструментов макропруденциальной политики должно происходить в неразрывной связи с финансовым развитием, чтобы противостоять потенциальным системным рискам.

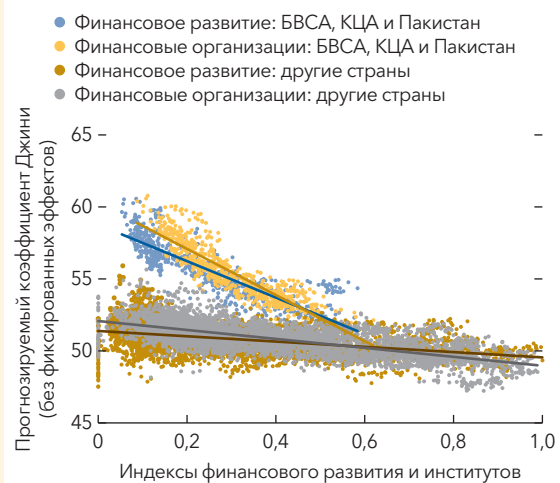
### Вставка 3.1. Преодоление разрыва. Как финансовое развитие снижает неравенство

Финансовое развитие способно устранить заметный разрыв в доходах и благосостоянии, наблюдаемый в странах БВСА и КЦА (Blancher et al., 2019). Финансовое развитие играет решающую роль в стимулировании экономического роста за счет улучшения распределения ресурсов, увеличения инвестиций и стимулирования инноваций (Sahay et al., 2015). Кроме того, финансовое развитие влияет на неравенство различными способами, в основном путем расширения доступа к финансам для более широкого сегмента населения. Например, микрофинансовые организации в Египте, Казахстане и Марокко помогли людям из малообеспеченных сообществ начать свой бизнес, тем самым снизив бедность и неравенство. Цифровые финансовые услуги (включая мобильный банкинг) в Азербайджане, Египте, Грузии и Иордании помогли расширить доступ к финансированию, особенно в сельской местности.

Влияние финансового развития на неравенство может происходить в двух направлениях. С одной стороны, оно может уменьшить неравенство за счет расширения доступа менее обеспеченных граждан к банковским услугам, кредитам и инвестиционным возможностям, что позволит им начать свой бизнес, инвестировать в образование и улучшить свои средства к существованию, чтоб позволит сократить разрыв в доходах (снижение коэффициента Джини). С другой стороны, это может усилить неравенство, если богатое население, которое зачастую имеет более широкий доступ к таким финансовым услугам и инвестиционным возможностям, получит более широкие выгоды, что увеличит разрыв в доходах (повышение коэффициента Джини).

Эмпирические результаты свидетельствуют о том, что ускорение финансового развития, особенно в финансовых учреждениях, приводит к снижению неравенства по доходам в странах БВСА и КЦА. В частности, в этих странах наблюдается более быстрое снижение неравенства, при этом отмечается прогресс в финансовом развитии по сравнению с остальным миром (вставка, рис. 3.1.1), поскольку более развитый финансовый сектор позволяет увеличить кредитный потенциал, непропорционально увеличивая доходы бедных слоев населения и более эффективно сокращая бедность и неравенство. Этот тезис находит подтверждение в существующей литературе, согласно которой страны с более высоким уровнем неравенства получают больше выгод от финансового развития (Beck, Demirguc-Kunt, and Levine, 2004). Эти выводы подчеркивают важность ускорения финансового развития в регионах БВСА и КЦА.

**Вставка, рисунок 3.1.1. Неравенство и финансовое развитие**



Источники: база данных по неравенству в мире; «Перспективы развития мировой экономики» МВФ; Индекс финансового развития МВФ; расчеты персонала МВФ.

Примечание. КЦА – Кавказ и Центральная Азия; БВСА – Ближний Восток и Северная Африка.

Вставку подготовили: Апостолос Апостолу, Сейед Вахид Хассани, Салем Нечи и Билал Табти.

## Литература

---

- Adams, Mark, Hanife Yesim Aydin, Hee Kyong Chon, Anastasiia Morozova, and Ebru Sonbul Iskender. 2022. "Regulating, Supervising, and Handling Distress in Public Banks." IMF Departmental Paper 22/010, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Beck, Thorsten, Asli Demirguc-Kunt, and Ross Levine. 2004. "Finance, Inequality, and Poverty: Cross-Country Evidence." Policy Research Working Paper 3338, World Bank, Washington, DC.
- Beck, Thorsten, and Steven Poelhekke. 2023. "Follow the Money: Does the Financial Sector Intermediate Natural Resource Windfalls?" *Journal of International Money and Finance* 130: 102769.
- Berger, Allen N., Iftekhar Hasan, and Mingming Zhou. 2009. "Bank Ownership and Efficiency in China: What Will Happen in the World's Largest Nation?" *Journal of Banking & Finance* 33 (1): 113–30.
- Blancher, Nicolas R., Maximiliano Appendino, Aidyn Bibolov, Armand Fouejieu, Jiawei Li, Anta Ndoye, Alexandra Panagiotakopoulou, Wei Shi, and Tetyana Sydorenko. 2019. "Financial Inclusion of Small and Medium-Sized Enterprises in the Middle East and Central Asia." IMF Departmental Paper 19/02, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Bonaccorsi di Patti, Emilia, and Daniel C. Hardy. 2005. "Financial Sector Liberalization, Bank Privatization, and Efficiency: Evidence from Pakistan." *Journal of Banking and Finance* 29 (8–9): 2381–406.
- Catalan, Mario, Gregorio Impavido, and Alberto R. Musalem. 2000. "Contractual Savings or Stock Market Development: Which Leads?" *Journal of Contextual Economics-Schmollers Jahrbuch* 3: 445–87.
- Chakir, Selim, Maria Atamanchuk, Mazin Al Riyami, Nia Sharashidze, and Nathalie Reyes. 2022. "Reducing Dollarization in the Caucasus and Central Asia." IMF Working Paper 22/154, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Chami, Ralph, Connel Fullenkamp, and Sunil Sharma. 2010. "A Framework for Financial Market Development." *Journal of Economic Policy Reform* 13 (2): 107–35.
- Cornett, Marcia Millon, Lin Guo, Shahriar Khaksari, and Hassan Tehranian. 2010. "The Impact of State Ownership on Performance Differences in Privately-owned versus State-owned Banks: An International Comparison." *Journal of Financial Intermediation* 19 (1): 74–94.
- Farazi, Subika, Erik Feyen, and Roberto Rocha. 2013. "Bank Ownership and Performance in the Middle East and North Africa Region." *Review of Middle East Economics and Finance* 9 (2): 159–96.
- Garcia Pascual, Antonio, Ranjit Singh, and Jay Surti. 2021. "Investment Funds and Financial Stability: Policy Considerations." IMF Departmental Paper 2021/018, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Gigineishvili, Nikoloz, Iulia Ruxandra Teodoru, Narek Karapetyan, Yulia Ustyugova, Jean van Houtte, Jiri Jonas, Wei Shi, and others. 2023. "Paving the Way to More Resilient, Inclusive, and Greener Economies in the Caucasus and Central Asia." IMF Departmental Paper 2023/004, International Monetary Fund, Washington, DC.
- International Monetary Fund (IMF). 2023a. "Kazakhstan: 2023 Article IV Consultation—Press Release; and Staff Report." IMF Country Report 2024/046, International Monetary Fund, Washington, DC.
- International Monetary Fund (IMF). 2023b. "Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 022." Monetary and Capital Markets Department, International Monetary Fund, Washington, DC.
- International Monetary Fund (IMF). 2024. "Saudi Arabia: 2024 Article IV Consultation—Press Release; and Staff Report." IMF Country Report 2024/280, International Monetary Fund, Washington, DC.
- International Monetary Fund (IMF) and World Bank. 2021. "Guidance Note for Developing Government Local Currency Bond Markets." Analytical Notes 2021/001, International Monetary Fund, Washington, DC.

- Jordà, Òscar. 2005. "Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections." *American Economic Review* 95 (1): 161–82.
- Laeven, Luc, and Fabian Valencia. 2020. "Systemic Banking Crises Database II." *IMF Economic Review* 68: 307–61.
- Lane, Philip R., and Gian Maria Milesi-Ferretti. 2018. "The External Wealth of Nations Revisited: International Financial Integration in the Aftermath of the Global Financial Crisis." *IMF Economic Review* 66: 189–222.
- Lukonga, Inutu. 2018. "Fintech, Inclusive Growth and Cyber Risks: Focus on the MENAP and CCA Regions." IMF Working Paper 2018/201, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Micco, Alejandro, Ugo Panizza, and Monica Yanez. 2007. "Bank Ownership and Performance. Does Politics Matter?" *Journal of Banking & Finance* 31 (1): 219–41.
- Omori, Sawa. 2022. "Introducing the Revised and Updated Financial Reform Database." *Journal of Financial Regulation* 8 (2): 230–40.
- Poghosyan, Tigran. 2022. "Financial Development and Growth in the Caucasus and Central Asia." IMF Working Paper 2022/134, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Rajan, Raghuram G., and Luigi Zingales. 2001. "The Influence of the Financial Revolution on the Nature of Firms." *American Economic Review* 91 (2): 206–11.
- Sahay, Ratna, Martin Cihak, Papa N'Diaye, Adolfo Barajas, Diana Ayala Pena, Ran Bi, Yuan Gao, and others. 2015. "Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets." IMF Staff Discussion Note 15/08, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Sahay, Ratna, Ulric Eriksson von Allmen, Amina Lahreche, Purva Khera, Sumiko Ogawa, Majid Bazarbash, and Kimberly Beaton. 2020. "The Promise of Fintech: Financial Inclusion in the Post COVID-19 Era." IMF Departmental Paper 2020/009. International Monetary Fund, Washington, DC.
- Sinha, Anand. 2012. "Financial Sector Regulation and Implications for Growth." BIS Papers, No 62.
- Svirydenka, Katsiaryna. 2016. "Introducing a New Broad-Based Index of Financial Development." IMF Working Paper No. 2016/005, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Teodoru, Iulia Ruxandra, and Klakow Akepanidaworn. 2022. "Managing Financial Sector Risks from the COVID-19 Crisis in the Caucasus and Central Asia." IMF Departmental Paper 2022/005, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Vera-Martin, Mercedes, Dominique Fayad, Rayah Al-Farah, Sergejs Saksonovs, Wei Shi, and Fang Yang. 2019. "Promoting Inclusive Growth in the Caucasus and Central Asia." IMF Departmental Paper 2019/008. International Monetary Fund, Washington, DC.
- Williams, Jonathan, and Nghia Nguyen. 2005. "Financial Liberalization, Crisis, and Restructuring: A Comparative Study of Bank Performance and Bank Governance in South East Asia." *Journal of Banking & Finance* 29 (8–9): 2119–54.
- Zhu, Chaowei, Fan Zhang, and Yuling Zhang. 2023. "Revisiting Financial Opening and Financial Development: A Regulation Heterogeneity Perspective." *Economic Analysis and Policy* 80: 181–97.