



Современный этап и перспективы финансовой интеграции в Азии

С.В. Ноздрев

Кандидат экономических наук

(Всероссийская академия внешней торговли)

Основные предпосылки расширения экономической интеграции на азиатском континенте.

Вступление мировой экономики в период замедления темпов роста в 2007-2008 гг. начинает сказываться и на финансовых рынках стран Азии. Повысилась волатильность курсов их валют, снизились курсы акций на рынках, расширились спрэды по несuverенным долгам. В настоящее время даются совершенно различные оценки, насколько сильным окажется воздействие обострения финансовых проблем развитых стран на экономические процессы в Азии в рамках сложившихся хозяйственных взаимосвязей, сохранения возможности этого региона поддерживать рост мировой экономики.

В последнее десятилетие азиатские страны стали одним из основных элементов глобального экономического роста, а начиная со второй половины текущего десятилетия одним из самостоятельных полюсов ее развития. Их среднегодовые темпы за 2000-2007 гг. составляли 8,1% на фоне среднегодовых темпов прироста в 4,1% для всей мировой экономики.¹

На азиатском континенте лидируют, прежде всего, страны Восточной и Юго-Восточной Азии. Темпы их роста превышают темпы роста как для глобальной экономики, так и для других групп развивающихся стран. В значительной степени экономическая активность для многих азиатских стран определяется внутрирегиональными факторами, такими как быстрое расширение торговли и внутреннего спроса.

Расширение емкости внутреннего рынка азиатских стран создает основу для развития регионального сотрудничества, которое получает постоянную поддержку как на межправительственном, так и на корпорационном уров-

не. На внутрирегиональную торговлю в Азии в настоящее время приходится около 60% общего объема торговли, что определяется, прежде всего, наличием тесных экономических связей между субрегионами. Вместе с тем внешняя торговля с другими странами мира продолжает играть важную роль в обеспечении устойчивого экономического роста.

Основным двигателем роста региона является экономика Китая, ВВП которого благодаря растущему инвестиционному и потребительскому спросу и экспорту за 2000-2007 гг. увеличился на 9,8 процента. За этот период внешняя торговля КНР выросла на 6,8 трлн долл., и около 60% роста пришлось на азиатский регион. Занимая в настоящее время третье место в мире по объему торговли, Китай вносит существенный вклад в развитие региональной экономики. Аналогичные тенденции прослеживаются в ряде других стран региона, где активный рост стал результатом сочетания расширения чистого экспорта и внутреннего спроса.²

Особое место в азиатском пространстве занимает Япония, которая является второй экономически развитой страной мира и обладает мощным производственным, торговым и финансовым потенциалом. Для Японии важно сохранить свои позиции как центра региональной активности, оказывать влияние на происходящий процесс экономического сближения.

Экономический рост азиатских стран сопровождался активной интеграцией в мировую экономику по основным статьям платежного баланса. Наряду с внешней торговлей и операциям по различным видам услуг существенно активизировались взаимные потоки долгосрочного и краткосрочного капитала. В результате усилились позиции этой группы стран в мировом торговом обороте и трансграничном движении капиталов.



Одной из сторон экономического развития стран Азии является процесс их вовлечения в процесс финансовой глобализации, активизация участия финансовых институтов и корпораций этих стран в операциях на международных рынках капитала, расширение доступа к мировому финансовому рынку и его основным инструментам. Однако нерегулируемый характер этого процесса значительно усилил уязвимость экономик этих стран к крупным финансовым потрясениям в мире.

Заметное воздействие на экономику азиатских стран оказал финансовый кризис 1997–1998 годов, который охватил значительную часть Южной и Юго-Восточной Азии, и сопровождался крупными экономическими и социальными издержками. Темпы экономического роста, которые в течение последних десятилетий составляли в среднем около 8% в год, сократились более чем вдвое, значительно обострились структурные проблемы. Развитие кризиса характеризовалось сочетанием нескольких взаимосвязанных процессов, включая сильные колебания привязанных к доллару курсов валют, сокращение экспортных поступлений, падение цен активов и дефолты по долговым обязательствам у большинства азиатских стран. Ухудшение положения кредитно-финансовых институтов в Южной Корее, Таиланде, Индонезии вызвало бегство капитала, снижение капитализации ведущих компаний региона и в дальнейшем спад промышленного производства.

Уверенность государственных органов и бизнеса азиатских стран в продолжении «азиатского чуда», сложные макроэкономические проблемы и тесная привязка национальных валют к американскому доллару создали благоприятные условия для развертывания кризиса в регионе. Сказалась слабая финансовая инфраструктура, отсутствие «системы раннего предупреждения», которая позволило бы обеспечить своевременный финансовый анализ рынка и оценку кредитных рисков. В то же время еще с начала 96-го года наблюдался растущий дефицит текущих статей платежного баланса, а в 97-м году происходит ряд крупных банкротств, сокращение валютных резервов, свидетельствующих о «вползании» в финансовый кризис стран Юго-Восточной Азии.

Одной из основных причин глубины финансового кризиса в Азии явилась низкая эффективность государственного регулирования в

денежно-кредитной и валютной сферах. В условиях общей эйфории от достигнутых успехов в области экономического роста центральные банки азиатских стран не считали необходимым предпринимать шаги по повышению процентных ставок, усилению контроля и введению ограничений в отношении крупных банковских и нефинансовых институтов, деятельность которых вела к быстрому накоплению долгов, главным образом краткосрочных и внешних³.

В этот период, по-видимому, отсутствовало и четкое представление о рисках, связанных с усиливающейся финансовой интеграцией азиатских стран в мировую экономику, в связи с чем проводимые меры по либерализации движения капитала, в первую очередь краткосрочного, не сопровождалось необходимыми регулятивными мерами по защите данного сегмента финансового рынка.

Резкая несбалансированность международных расчетов и сокращение валютных резервов в результате интенсивного оттока капиталов вынудили правительства ряда стран Азии обратиться к МВФ о предоставлении срочной финансовой помощи. Поддержка международных финансовых институтов (включая МБРР) была оказана с условием реализации программ экономической стабилизации, которые включали в себя такие элементы, как введение свободного колебания валютного курса, ограничительной денежно-кредитной политики, проведение реформ на рынке труда и в бюджетной сфере. Эти меры повлекли за собой серьезные социальные последствия: уровень безработицы для стран с развивающимися рынками вырос с 2,5% в 1997 году до 5,3% в 1998 г. и затем вплоть до 2006 г. держался на уровне 4%⁴.

Существенное место в принимаемых программах занимали вопросы реструктуризации в кредитно-денежной и корпоративной сфере. Одним из прямых последствий финансового кризиса явилось ослабление позиций банковского сектора, поскольку снижение стоимости активов и залогового обеспечения при неблагоприятной структуре кредитов по срокам погашения значительно усилило кредитные риски. Большое число банков с «плохими долгами» было ликвидировано; более здоровые в финансовом отношении институты прошли процедуру санации с изменением структуры капитала, отменены ранее действовавшие огра-



ничения на участие в управлении и распоряжении активами иностранных граждан, более приближены к западным стандартам стали принципы корпоративного управления и финансового контроля. В настоящее время процесс реформирования финансово-корпоративного сектора продолжается и включает совершенствование надзора и регулирования деятельности финансовых институтов, создание специальных организаций по образцу США по проведению процедуры закрытия несостоятельных банков и перевода жизнеспособных активов в другие институты, установление процедур банкротства и повышения надежности финансовых учреждений.

Одним из результатов реализации антикризисных программ стало значительное усиление позиций иностранных и в первую очередь, американских компаний в экономике азиатских стран, создание инфраструктуры для притока прямых и других иностранных инвестиций в их

экономику, усиление гарантий по дальнейшему проведению реформ по западному образцу. Согласно данным ЮНКТАД, общая сумма прямых иностранных инвестиций в Азию за период 2000-2006 гг. выросло в 1,7 раза до 259,4 млрд долл.⁵

После выхода из кризиса странами Азии с формирующимся рынком (Индия, Индонезия, Корея, Малайзия, САР Гонконг, Сингапур, Тайвань, Таиланд и Филиппины) отмечалось восстановление темпов их экономического роста и заметный рост активного сальдо платежного баланса по текущим операциям с экономически развитыми странами. С макроэкономической точки зрения увеличение этого показателя, которое означает растущее превышения сбережений над внутренними инвестициями, означает, что значительная часть внутренних сбережений, которая не шла на наращивание капитала внутри страны, инвестировалась в иностранные активы.

Таблица 1

Страны Азии: сальдо платежного баланса по текущим операциям к ВВП страны

Годы / Страны	1996	1998	2000	2004	2005	2006	2007 (оценка)
КНР	0,8	3,1	1,7	3,6	7,2	9,4	11,1
Гонконг	-2,5	1,5	4,1	9,5	11,4	12,1	12,3
Индия	-1,7	-1,7	-1,0	0,1	-1,3	-1,1	-1,8
Индонезия	-2,9	3,8	4,8	0,6	0,1	3,0	2,5
Корея	-4,1	11,6	2,4	4,1	1,9	0,6	0,6
Малайзия	-4,4	13,0	9,0	11,9	14,6	16,2	14,0
Сингапур	15,0	22,2	11,6	16,7	18,6	21,8	24,3
Таиланд	-7,9	12,8	7,6	1,7	-4,3	1,1	6,1
Филиппины	-4,6	2,3	-2,9	1,9	2,0	4,5	4,4
Япония	1,4	3,1	2,6	3,7	3,6	3,9	4,9

Источник: Подсчитано на основе статистики МВФ, Мировой экономической обзор, МВФ, апрель 2008 г.

В то время в этой группе стран, кроме Китая, в течение длительного периода сохранялся стабильный рост совокупных сбережений, инвестиции в экономику, резко сократившись в ходе кризиса, восстановились лишь частично и до сих пор находятся на более низком по сравнению с предкризисным уровнем.

Понижение уровня инвестиций определялось целой группой факторов, включая последствия реструктуризации финансового и корпо-

ративного секторов, возросшие опасения возникновения новых, еще более серьезных инвестиционных рисков, резкое падение перегретых рынков недвижимости, более слабые по сравнению с Китаем позиции в конкуренции за привлечение иностранных инвестиций.

На настоящий момент потребности региона в финансировании развития покрываются в основном Азиатским банком развития и такими двусторонними донорами, как Япония и



Австралия, вместе с многосторонними финансирующими учреждениями, такими как МБРР и Международный валютный фонд (МВФ), оказывающим валютную поддержку в период кри-

зисов платежных балансов, а также за счет притоков частного капитала в форме прямых иностранных инвестиций и портфельных инвестиций.

Таблица 2

Прямые иностранные частные инвестиции в КНР и ведущие страны АСЕАН (в млн долл.)

<i>Страны-реципиенты</i>	<i>1997</i>	<i>2000</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>
КНР	51,0	62,4	192,6	204,7
АСЕАН-5 всего в т.ч.	62,4	28,2	35,0	43,4
Индонезия	33,8	15,4	13,6	15,6
Таиланд	9,6	3,1	8,1	7,0
Малайзия	4,1	5,2	4,7	5,5
Филиппины	8,9	1,8	1,7	3,2
Вьетнам	4,5	2,0	6,9	12,0

Источник: 2008 Economic Outlook for East Asia, December 2008, p. 32. Institute of Developing Economies. Japan External Trade Organization.

Расширение процесса финансовой интеграции в странах Азии

Недостаточные размеры и глубина финансовых рынков в Азии, необходимость обеспечения макроэкономической стабильности вновь выдвинули в посткризисный период на первый план вопросы регионального сотрудничества в области финансов, которое рассматривается странами Азиатско-Тихоокеанского региона как возможность повысить потенциал экономического роста, и извлечь дополнительные выгоды из общего процесса глобализации.

При выработке стратегий данного направления регионального сотрудничества монетарные власти в основном исходят из концепции региональной интеграции как одной из составных частей глобальных процессов в финансовой сфере.

Основным преимуществом финансовой интеграции является то, что чистые сбережения государства, населения и корпораций получают доступ к широкому набору инвестиционных инструментов вне зависимости от своего географического местоположения или географического местоположения эмитента инвестиционного продукта. Предприниматели, изыскива-

ющие средства для финансирования капитальных расходов, могут использовать источники кредитования, независимо от их географического местоположения в интегрированной финансовой сфере.

Данная концепция базируется во многом на европейском (Европейский ЦБ) определении финансовой интеграции: рынок для финансовых инструментов или услуг является полностью интегрированным, когда все потенциальные рыночные участники такого рынка, во-первых, подчиняются единому своду правил (когда они решают проводить операции с этими финансовыми инструментами или услугами), во-вторых, имеют равный доступ к этим финансовым инструментам или услугам и, в-третьих, пользуются единым режимом по текущим счетам и счетам движения капиталов⁶.

В целом, финансовая интеграция значительно повышает эффективность трансграничных переводов средств для реализации инвестиционных планов хозяйствующих субъектов. В результате, владельцы чистых сбережений имеют возможность получать максимальную отдачу от своих средств, а инвесторы привлекать кредиты по наиболее льготным услови-



ям. Кроме того, финансовая интеграция способствует развитию конкуренции между ее участниками, поскольку вкладчики и инвесторы не ограничиваются только местными поставщиками финансовых услуг, а получают возможность привлекать наиболее эффективные институты в рамках всего интеграционного пространства.

До последнего времени финансовая интеграция в Азии не получила такого заметного развития, как в Северной Америке или Европе, хотя уровень экономических и, особенно, торговых связей в последнее десятилетие заметно возрос. В финансовой сфере экономики азиатские страны в меньшей степени интегрированы друг с другом, чем с экономиками всего остального мира. Это сдерживает общий процесс экономической интеграции, где максимальное использование сравнительных преимуществ в производственной и торговой сфере должно подкрепляться развитием кредитно-финансовой инфраструктуры.

Совместная разработка здоровой макроэкономической политики, включая денежно-кредитную, валютную и бюджетную политику, также может стать одним из действенных средств защиты от нестабильности в финансовой сфере. Развитие и диверсификация азиатских финансовых рынков путем более тесной их интеграции расширяют возможности экономик поглощать неустойчивость потоков международного капитала так же эффективно, как это имеет место в США и на европейских рынках.

После финансового кризиса 1997-1998 годов правительствами был предпринят ряд шагов по развитию связей между финансовыми и валютными системами отдельных стран Азии и более рациональному размещению сбережений населения на региональном уровне, однако какие-либо ощутимые результаты достигнуты не были. В то время как процесс интеграции Азии в глобальную финансовую систему продвинулся весьма значительно, на региональном уровне он продолжал носить ограниченный характер. Сохранялась сложившаяся модель движения капиталов - инвестирование в инструменты основных финансовых центров и привлечение капиталов для целей финансирования из промышленно развитых стран, в то время как рынки капиталов в регионе остаются в значительной мере разобщенными.

Стремясь обезопасить себя от возможных кредитных и финансовых рисков, азиатские страны проводили политику накопления валютных, преимущественно долларовых резервов. За период с 2000 г. по 2006 г. в Восточной и Юго-Восточной Азии было накоплено свыше 1,4 трлн долл. США⁷, размещенных преимущественно в долгосрочные и краткосрочные государственные ценные бумаги, что ограничивало возможности использования инвестиций для целей экономического развития в регионе.

Но в то же время многие азиатские страны не получают какого-либо ощутимого внутрирегионального притока инвестиций, поскольку их экономика продолжает сталкиваться с целым рядом серьезных проблем - слаборазвитой производственной и социальной инфраструктурой, невысоким уровнем кредитного рейтинга, низким уровнем квалификации трудовых ресурсов, что ведет к снижению уровня прибыли, скорректированной с учетом кредитных и валютных рисков. На уровень инвестиций в данной группе стран оказывает также влияние недостаточное развитие их финансовых систем, которые не обеспечивают реализацию благоприятных инвестиционных возможностей для притока капитала из соседних стран.

Финансовая интеграция азиатских стран сдерживается целым комплексом факторов, определяющихся в значительной степени существенной дифференциацией в уровне их экономического развития, различными подходами к роли кредитно-денежной системы и государственному регулированию в данной области.

Финансовые рынки в регионе существенно различаются по своим масштабам и глубине и включают, с одной стороны, мировые финансовые центры, такие как Токио, Гонконг, Сингапур и страны с крайне слабыми рынками капитала, не обеспечивающими потребности в финансировании - с другой. Развитие региональных финансовых связей концентрируются преимущественно в регионе Восточной Азии. Многие развивающиеся страны Азиатско-Тихоокеанского региона пока еще не могут принимать активное участие во внутрирегиональных кредитных и валютных операциях из-за неразвитости внутреннего рынка капиталов и денежного рынка.



Несмотря на то что все большее количество компаний стран с формирующимися рынками стремится привлекать финансовые средства за счет прямого финансирования, сохраняется во многом преобладающая роль банковского сектора в национальных финансовых системах. Для формирования полноценных развитых рынков капитала потребуются длительный период времени, необходимый для становления системы обеспечения прозрачности совершаемых операций и внедрения современных методов бухгалтерского учета и контроля в компаниях, выходящих на рынок капитала.

Одним из препятствий на пути создания единого финансового рынка является неразвитость региональной финансовой инфраструктуры, включающей систему клиринга и страхования, регулирования и контроля операций, создание специальных региональных организаций по определению кредитных рейтингов. Формирование регионального рынка ценных бумаг также должно обеспечиваться гармонизацией правовых и регулирующих систем, унификацией системы налогообложения по финансовым операциям.

Созданные в 70-е годы механизмы сотрудничества в сфере финансов в основном относились к группе специальных проектов в области осуществления безналичных расчетов и вторичного страхования и не получили до последнего времени какого-либо существенного развития. С 1974 года действует Азиатский клиринговый союз, имеющий целью осуществление наиболее простых форм взаимозачетов по внутрирегиональным сделкам между центральными банками 8 стран Южной и Юго-Восточной Азии. Деятельность Азиатской корпорации по перестрахованию, созданной в 1979 году, направлена на осуществление операций перестрахования в регионе за счет отчислений страховых организаций членов, однако вследствие крайне небольшого страхового фонда и острой конкуренции масштабы ее операций являются незначительными.

В структурном плане в региональном аспекте сложились три основных слоя сотрудничества в сфере финансов:

- межправительственные формы сотрудничества в рамках таких официальных организаций, как АСЕАН, Ассоциации регионального

сотрудничества Южной Азии (СААРК), которые включают и сотрудничество между членами и близлежащими странами (АСЕАН + 3);

- основывающееся на конкретных мероприятиях региональное сотрудничество по каналам различных официальных и полуофициальных организаций, которые содействуют реализации трансграничных проектов с привлечением частного бизнеса;

- реализуемые международными банками и компаниями инициативы в форме международных финансовых и торговых схем, включая партнерство с государственным сектором.

Необходимо отметить активизацию деятельности азиатских стран на двух- и многосторонней основе после финансовых потрясений во второй половине 90-х годов, когда наглядно проявилась уязвимость азиатских экономик от процессов финансовой глобализации. Получили развитие более всеобъемлющие соглашения, охватывающие основные направления экономической интеграции на различных уровнях хозяйственного взаимодействия. В 1999 году Группа АСЕАН + 3 (члены АСЕАН и Китай, Республика Корея и Япония) достигли договоренности о развитии сотрудничества в различных сферах, включая и финансовую, к которым в дальнейшем присоединилась и Индия⁸.

Региональные экономические организации проявляют наибольшую активность по формированию механизмов финансового сотрудничества в Азии и ее субрегионах. Среди достигнутых договоренностей, распространяющихся и на многостороннее сотрудничество в данной области, следует отметить процесс наблюдения АСЕАН, проект сообщества АСЕАН, Азиатскую инвестиционную зону, Чиангмайскую инициативу (ЧМИ), Рамочное соглашение АСЕАН по услугам, которое также охватывает финансовые услуги, и Азиатскую инициативу по ценным бумагам (АВМИ) в рамках программы по созданию Азиатского рынка ценных бумаг.

Для содействия целям промышленного и социально-экономического развития и реализации других региональных финансовых обязательств и мобилизации региональных и внешних ресурсов созданы и начали действовать Фонд развития Южной Азии и Специальный фонд СААРК – Япония.



Совместная разработка мер для дальнейшего продвижения по пути финансовой интеграции в Азии сводится в основном к следующим направлениям.

Во-первых, развитие связей между азиатскими странами по всем составляющим финансовой инфраструктуры - торговой, платежной, клиринговой, расчетной, кастодиальной для денежных средств и финансовых инструментов. Это облегчит движение средств между ними и сделает трансграничные операции более эффективными. В современную эпоху телекоммуникаций создание такой системы связей, исходя из международной практики, путем внедрения специальных технологий в форме платформы электронных сообщений с достаточным уровнем безопасности является вполне реализуемым.

Вторым комплексом мер является ослабление ограничений ненадзорного характера в отношении доступа иностранных финансовых посредников на внутренние финансовые рынки. Размер капитала финансовых посредников, например, нередко является барьером для доступа на рынок, хотя с точки зрения стабильности операций более важное значение имеет достаточность капитала. Конкуренция финансовых институтов также повышает эффективность рынков, хотя при этом необходимо делать определенные скидки для слабых национальных институтов, с тем чтобы они могли справиться с возникающими трудностями и найти надежные долгосрочные решения в интересах обеспечения своей финансовой стабильности.

В-третьих, важным направлением является гармонизация стандартов в области финансовой системы. Принятие приемлемых для стран-участниц региональных соглашений международных стандартов, разработанных международными финансовыми и профессиональными организациями совместно с надзорными органами, имеет важное значение для повышения доверия инвесторов и стимулирования притока капитала в регион. Оно будет также способствовать обеспечению стабильности и целостности финансовой системы региона.

Четвертой группой мер является углубление сотрудничества в развитии региональной финансовой системы. В этой области имеется заметное продвижение в развитии нацио-

нальных и региональных рынков долговых инструментов в рамках различных региональных объединений и с участием международных финансовых институтов. В частности, при разработке Фонда азиатских облигаций II введен индексный фонд биржевых облигаций, позволяющий осуществлять торговлю на двух азиатских рынках индексными инструментами, открыт межбанковский рынок облигаций жэньминьби для иностранных инвесторов.

Наиболее сложным вопросом, который предстоит решать на пути создания азиатского финансового рынка, является ослабление национальных нормативных ограничений на трансграничные потоки капитала. Решение этой задачи тесно связано с формированием развитой законодательной базы, позволяющей адаптировать к интеграции финансовые системы отдельных стран и ограничивающей возможные риски.

Развитие азиатских рынков капитала.

Финансовый кризис 1997 года в Азии, вызванный крупномасштабным оттоком краткосрочного капитала из Юго-Восточной Азии, стимулировал развитие сотрудничества, направленного на снижение финансовой уязвимости в регионе. С учетом неблагоприятных последствий этого периода это сотрудничество азиатских стран было направлено на решение двух задач:

- минимизацию риска недостаточной валютной ликвидности в случае возникновения непредвиденных обстоятельств;

- укрепление рынка капитала на основе общей рыночной инфраструктуры в Азии.

К концу 90-х годов на правительственном уровне был разработана программа финансового сотрудничества, направленная на предотвращение нового регионального валютного кризиса, результатом чего явилась «Чиангмайская инициатива» - система региональной финансовой поддержки, представленная на рассмотрение в ходе встречи АСЕАН+3 в мае 2000 г. в Чианг Маи (Таиланд). Эта система основана на оказании взаимной валютной поддержки азиатскими странами посредством проведения двухсторонних своп-операций.



Другим важным направлением совместных действий является Азиатская инициатива по ценным бумагам (АВМІ), которая была одобрена министрами финансов азиатских стран (АСЕАН+3) в августе 2003 г. Принятая программа выдвинула необходимость создания азиатского регионального рынка облигаций для торговли облигациями в локальных валютах. Это позволит удовлетворить потребность в долгосрочном финансировании за счет частных сбережений и устранить проблемы, вызванные несоответствием валют и сроками обращения долговых инструментов, что поможет не только предотвратить повторение валютного кризиса, но также привести к снижению стоимости финансирования для корпораций.

В дальнейшем планы создания азиатского рынка облигаций и отдельные вопросы его формирования регулярно выносились на обсуждение правительствами и финансовыми министрами азиатских стран в рамках форумов, секретариатом которых выступал Азиатский банк развития. Особенно активную позицию по данным вопросам занимает Япония - подготавливаемые японскими государственными и частными организациями рекомендации часто использовались в качестве базисных при подготовке документов. При этом основные моменты выпуска и обращения азиатских облигаций и создание их регионального рынка рассматриваются как содействие формированию общего международного рынка облигаций⁹.

Таким образом, были заложены основы двухуровневой системы поддержки: «Чиангмайская инициатива» была создана для поддержки ликвидностью стран-членов, испытывающих краткосрочный дефицит платежного баланса, для предотвращения платежных кризисов, в то время как АВМІ была направлена на удовлетворение потребностей в средне- и долгосрочном финансировании. В более долгосрочном плане рассматривалась возможность инвестирования крупных накопленных объемов золотовалютных резервов, аккумулированных после валютного кризиса, непосредственно в регионе.

Создание в Азии эффективно функционирующих рынков капитала является необходимым условием финансирования экономического развития, обслуживающего весь диапазон сроков погашения и рисков. Учитывая узость национальных рынков капитала и ограниченное чис-

ло компаний и инвесторов в субрегионах, создание единого интегрированного рынка капитала на региональном уровне позволяет достичь необходимой глубины рынка и, как следствие, условий выхода на него ведущих корпораций, которые раньше не имели возможности занимать на внутреннем рынке.

О недостаточной развитости национальных финансовых рынков стран Азии говорит тот факт, что на рынок облигаций этих стран, по данным статистике МВФ, приходится менее одной пятой всего рынка, в то время как, например, для Северной Америки этот показатель составляет почти 50%.

Обеспечению благоприятных условий для создания элементов необходимой инфраструктуры, в частности внедрению международных стандартов бухгалтерского учета, функции кредитных рейтингов, расширению сети брокерских учреждений, разработке платформ и программ для электронной торговли и совместных механизмов, по взаимному допуску котируемых бумаг между различными биржами стран региона, может способствовать деятельность крупных финансовых центров в Восточной и Юго-Восточной Азии - Токио, Гонконга и Сингапура.

Современный этап формирования развитого облигационного рынка.

Развитие азиатского рынка ценных бумаг с фиксированной ставкой, таких как государственные и частные облигации, помимо общих причин макроэкономического характера (развития финансовой интеграции) тесно связано с проблемой диверсификации диапазона сберегательных инструментов, преодоления сложившейся структуры, опирающейся только на систему косвенного финансирования, и создания сегмента глобального фондового рынка. Эта задача явилась важным секторальным приоритетом, поскольку последствия кризиса в Восточной и Юго-Восточной Азии 1997-1998 годов были значительно усилены в существенной степени вследствие слабости данного сегмента рынка.

Вместе с тем, создание инфраструктуры регионального рынка облигаций не является полноценным без параллельного развития вторичного рынка ценных бумаг с фиксированным процентом с различными сроками погашения.



Как показывает опыт других региональных рынков, для дальнейшего развития рынков облигаций в Азии необходимо обеспечить целый ряд базисных условий для их функционирования, в т.ч.:

- базовой кривой доходности ценных бумаг, т.е. теоретически безрисковыми облигациями, выпущенные правительствами стран-участниц;

- расширение круга надежных корпоративных заемщиков;

- активное вовлечение банков, традиционно обеспечивающих долгосрочное и среднесрочное корпоративное финансирование, в развитие рынков ценных бумаг в качестве гарантов и создателей рынков;

- создание международной расчетно-учетной системы для азиатского рынка облигаций, в частности путем образования отдельной специализированной организации, аналогичной действующим европейским аналогам.

В наибольшей степени схема создания регионального рынка азиатских облигаций продвинулась по линии ЕМЕАР. С июня 2003 года начал действовать первый Азиатский облигационный фонд (ABF1), который первоначально составил около 1 млрд долл. ABF 1 инвестирует в корзину деноминированных в долларах США облигаций, эмитируемых азиатскими суверенными и квазисуверенными эмитентами стран-членов ЕМЕАР (за исключением Японии, Австралии и Новой Зеландии). ABF 1 находится в пассивном управлении Банка международных расчетов на базе эталонного индекса. Мониторинг деятельности фонда осуществляет Комитет по надзору ЕМЕАР¹⁰.

Концепция азиатского рынка облигаций была расширена с введением Азиатского облигационного фонда 2 (ABF2) в апреле 2005 года, инвестируемого в корзину ценных бумаг в местных валютах той же группы стран. Он состоит из двух частей - Пан-Азиатского индексного фонда облигаций (PAIF) и Фонда облигационных фондов (FoBF). PAIF это единый индексный фонд, вкладывающий средства в суверенные и квази-суверенные облигации в местной валюте. FoBF имеет двухуровневую структуру, где головной фонд инвестирует в облигации, эмитируемые на рынках тех же восьми стран.

По состоянию на 31 января 2007 г. общий размер фонда составил 1,2165 млрд долл., а прибыльность операций составила 14,39% против 13,77% для азиатского кредитного индекса JACI для суверенных и квази-суверенных заемщиков¹¹.

В настоящее время разработан целый ряд предложений как на уровне национальных, так и региональных финансовых и монетарных органов, направленных на расширение системы ABF с тем, чтобы она распространялась на значительно более широкий круг стран в качестве механизма мобилизации внутренних и международных ресурсов для финансирования в целях развития. Вместе с тем участие в этой схеме не будет, как ожидается, носить автоматического характера, должен быть разработан пакет критериев, определяющих приемлемость для участия в ней и условия для членства. Не претендуя на роль ведущего органа финансирования ценных бумаг в АТР, она в то же время предоставляет возможность для тех, кто обладает ограниченным доступом к международным рынкам капитала, мобилизовать необходимые для развития средства внутри региона. Дальнейшее развитие этой системы предполагает также расширение системы финансирования национальных долговых бумаг путем предоставления гарантий и секьюритизации облигаций.

Наряду с расширением деятельности фондов создаются и соответствующие элементы "инфраструктуры" азиатского облигационного рынка. Глобальные рейтинговые агентства оценивают риски, связанные с выпуском облигаций в долларах и других иностранных валютах, в то время как национальные агентства присваивают рейтинг облигациям в местных валютах. С 2001 г. действует Ассоциация кредитных рейтинговых агентств Азии (ACRAA), однако она осуществляет только общий информационный обмен и распространение передовых стандартов поведения в рамках региона. В то же время отсутствует разработанный механизм гарантирования кредитов, процесс разработки законодательных рамок для деятельности регионального рынка находится в начальной стадии.

На настоящий момент азиатский рынок облигаций включает два сегмента: рынок облигаций номинированных в долларах и рынок долговых инструментов в местной валюте.



Региональный рынок облигаций в иностранной валюте, преимущественно в долларах США, рассчитан на наиболее крупных эмитентов, таких как региональные финансовые организации, правительства, транснациональные и национальные корпорации. До недавнего времени основная часть долговых инструментов была размещена на этом сегменте рынка. Для выхода на рынок требуется получение суверенного или корпорационного кредитного рейтинга со стороны ведущих рейтинговых агентств.

Расширение рынков облигаций в местных валютах в последние годы дает возможность эмитентам из азиатских стран диверсификации источников финансирования в дополнение к рынкам в иностранных валютах и традиционному банковскому финансированию. Значительное внимание в таких странах, как Бруней, Индонезия и Малайзия уделяется такой группе облигаций, как ценные бумаги, выпускаемые в соответствии с принципами шариата.

В настоящее время объем рынка облигаций сохраняет высокие темпы роста, несмотря на неблагоприятное воздействие кредитного кризиса в США и изъятия в условиях нестабильной финансовой ситуации части капитала иностранных инвесторов с азиатских рынков. На середину 2007 г. стоимостной объем рынка облигаций стран Восточной Азии в местной валюте достиг 3280 млн долл., увеличившись за последние два с половиной года в 1,4 раза. В т.ч. объем рынка Китая составил 1368 млн долл., или рост соответственно в 1,5 раза, Республики Корея – 1286 млн долл. (1,3 раза), Таиланда – 136,5 млн долл. (1,7 раза), Сингапура – 107 млн долл. (1,3 раза) и т.д.¹² Рост рынка обеспечивался прежде всего за счет роста выпуска государственных облигаций, в результате проводимой центральными банками операций по стерилизации излишней ликвидности и финансированием государственных программ.

Вследствие более быстрых темпов роста стоимостных показателей выпуска облигаций в местных валютах по сравнению с темпами экономического роста сохранялась тенденция к повышению удельного веса объема облигаций к ВВП, который за указанный период для всех стран Восточной Азии с формирующимися рынками вырос с 56,6% до 62,0%. Особенно заметно этот показатель вырос для Республики Корея – с 123% до 136%, Китая – с 39%

до 46%, Таиланда – с 46% до 53%. В то же время для Филиппин отмечалось снижение этого показателя с 41% до 37% соответственно¹³.

Вместе с тем, несмотря на то что к настоящему времени достигнуто заметное продвижение в области развития рынка паназиатских облигаций, потребуются длительное время для того, чтобы они стали реально инструментом долгосрочного финансирования и альтернативой инвестициям в ценные бумаги, обращающиеся на фондовых рынках США и Европы. Не отмечается и ожидаемое в связи с активизацией этого рынка сокращение оттока капитальных ресурсов из Азии, и стимулировать их более свободную циркуляцию внутри региона.

Хотя Россия непосредственно не участвует в данном проекте, его дальнейшая реализация создает дополнительные возможности для финансового сотрудничества, а также выхода потенциальных российских инвесторов на фондовые рынки Азии. Образование фонда обеспечивает необходимые условия для инвестирования в диверсифицированные и доходные инструменты группы стран с развивающимися рынками.

Процесс интеграции национальных фондовых рынков тесно взаимосвязан с укреплением финансовой самостоятельности азиатских государств и повышением устойчивости их национальных валют. В случае дальнейшей разработки этой схемы появляется возможность осуществлять срочные финансовые заимствования через выпуск облигаций для предотвращения развития новых кризисных ситуаций. В определенной степени это может явиться важным шагом к созданию защитного механизма и снизить зависимость от таких международных кредиторов, как МВФ.

Стремление азиатских стран к развитию собственного рынка долгосрочных долговых бумаг значительно усилилось вследствие рецессии в американской экономике и продолжающегося падения курса доллара. Из-за снижения доходности долларовых активов страны Азии стали рассматривать конкретные меры по диверсификации своих валютных резервов. На проходившей в конце марта 2008 г. в Индонезии конференции руководителей центробанков форума группы SEACEN (16 стран АТР) обсуждался вопрос о переводе части своих валютных резервов, выраженных в долларах, в государственные долговые обязательства азиатского региона.



Этому способствует и довольно высокая доходность гособлигаций многих стран Азии. Например, индонезийские десятилетние бумаги приносят 6,06%, филиппинские — 7,16% годовых, тогда как казначейские облигации США в настоящее время приносят только 3% дохода. Как наиболее перспективные для хранения резервов рассматриваются облигации Южной Кореи и Китая, однако возможность инвестирования в последние пока сильно ограничен. Совещание носило консультационный характер, однако его проведение свидетельствует о разработке монетарными властями политики диверсификации валютных резервов.

На пути к валютной интеграции.

Сохраняющаяся нестабильность мировой валютной системы и устойчивых снижений курса американского доллара, возможность возникновения новых потрясений, в том числе и на региональном уровне, поставили азиатские страны перед необходимостью изыскания конкретных путей интеграции в валютной сфере для предотвращения нового кризиса ликвидности.

Вскоре после развертывания азиатского кризиса Япония, активно участвующая в программах экономического содействия странам, столкнувшимся с кризисом, выступила с идеей создания Азиатского валютного фонда (АВФ), который бы мог использоваться в дополнение к ресурсам МВФ для антикризисного управления. Предлагалось объединить часть валютных ресурсов стран Восточной Азии (первоначально примерно на сумму 100 млрд долл.) для ограничения валютных спекуляций и ограничения валютных колебаний.

МВФ выступил против этого предложения, сославшись на ненужное дублирование и «контрпродуктивность» распространения таких институтов, что может усилить «нестабильность в отношении эффективного управления кризисами». Возражения МВФ определялись, прежде всего, позицией США, обеспокоенных возможным нарушением схемы покупок преимущественно долларовых активов центральными банками Азии (в первую очередь Японии и Китая), позволяющий им финансировать торговый и бюджетный дефициты.¹⁴

Хотя в результате давления МВФ данное предложение не было оформлено как одно из направлений сотрудничества азиатских стран, сама идея была поддержана многими страна-

ми АСЕАН и Южной Кореей и в дальнейшем получила развитие в различных формах сотрудничества в валютной сфере. В 1998 г. Японией был представлен новый план («новая инициатива Миядзава»), предусматривающий выделение 30 млрд долл. для восстановления экономики стран, пострадавших от кризиса. Часть краткосрочной финансовой поддержки оказывалась в виде валютных свопов (соглашения с Кореей - 5 млрд долл. США и Малайзией - 2,5 млрд долл. США) с целью оказания содействия азиатским странам при возникновении валютного кризиса. Эта инициатива была в дальнейшем усовершенствована в рамках усилий по финансовому сотрудничеству правительств и министров финансов АСЕАН+3 и трансформирована в Чиангмайскую инициативу.

Данная схема основана на оказании взаимной поддержки азиатскими странами посредством использования двухсторонних валютных свопов. В случае валютного кризиса страна может получить определенную сумму в долларах США, евро или японских иенах от других стран в регионе в обмен на свою собственную валюту. После истечения договора о валютном обмене, доллары США вновь обмениваются на национальную валюту. Эти соглашения в дальнейшем были существенно доработаны путем расширения стран-участниц, увеличения размеров свопов, а также путем постепенного перехода от двусторонних соглашений к многосторонним соглашениям и коллективной поддержке.

В настоящее время ЧМИ состоит из двух основных элементов: 1) Расширенном соглашении о своп-операциях стран АСЕАН с фондом финансовой поддержки в 2 млрд долл.; 2) 16 двусторонних своп-соглашений в рамках АСЕАН+3 на общую сумму в 83 млрд долл. Важным итогом продвижения данной инициативы явилось также повышение в случае кризиса ликвидности квоты выделения стране средств без привлечения программ МВФ с 10% до 20%¹⁵.

Проводимые меры по координации валютной политики азиатских стран включают и разработку концепции единой валюты как одного из средств стабилизации эффективных курсов региональных валют и поддержания устойчивого соотношения кросс-курсов по отношению к ведущим мировым валютам. В мае 2006 г. на встрече министров финансов АСЕАН+3 была достигнута договоренность начать подготовку к созданию единой валюты в каче-



стве долгосрочной перспективы финансовой интеграции в регионе и формирования азиатского валютного фонда. Одной из основных причин этого шага явилась отрицательная реакция азиатских стран на силовое давление западных государств в сторону ревальвации азиатских валют, их по существу отрицательная позиция по созданию регионального валютного фонда.

В дальнейшем стали рассматриваться концептуальные основы создания Азиатской валютной единицы (АСУ), в том числе по аналогии с ЭКЮ, действовавшей в период, предшествующий созданию Европейского валютного союза, выработки общего валютного индекса, создания «параллельной» валюты и др. По вопросам валютной интеграции наиболее заметные инициативы выдвигает Япония, которая активно поддерживает концепцию валютной интеграции, разрабатываемой Азиатским банком развития. Согласно предложению АБР, АСУ будет представлять из себя корзину из 13 азиатских валют, включая национальные

валюты стран, входящих в АСЕАН, а также Японии, Китая и Южной Кореи. Удельный вес каждой валюты в корзине может определяться в зависимости от размера ВВП и торгового оборота каждой из стран-эмитентов, а также с учетом частоты использования каждой из валют в международных расчетах. Таким образом, максимальный удельный вес в корзине валют получают китайский юань, японская иена и южнокорейский вон.

Несмотря на серьезные различия во мнениях между странами-членами этой региональной группировки, многие считают, что новая единая азиатская единица могла бы быть использована в качестве счетной и использоваться для номинирования облигаций, эмитируемых на региональных финансовых рынках. Таким образом могла бы облегчиться задача привлечения более дешевых заемных средств азиатскими компаниями и банкам, и на макроэкономическом уровне трансформации большей доли внутренних сбережений в инвестиции внутри региона.

Таблица 3

Динамика международных резервов стран Азии по субрегионам (млн долл.)

Годы \ Регионы	1996	1998	2000	2003	2004	2005
Восточная Азия	303720	389883	487209	900377	1191954	1423272
Юго-Восточная Азия	177286	168173	190810	243299	290303	302409
Южная Азия	29881	35831	45191	109867	138846	144793
Центральная и Западная Азия	7136	7288	8759	22917	27485	27519
Океания	1293	883	989	1235	1485	1416
Всего	519316	602058	732958	1277695	1650073	1899409

Источник: Подсчитано по "Asia factbook, 2007", ADB, 2008

Расширение межрегиональных потоков финансовых средств в результате повышение степени финансовой интеграции между различными странами Азии сопровождается возникновением двух новых групп рисков для местных финансовых институтов.

Первой группой рисков и наиболее очевидной в современный период является несбалансированность валютных позиций, когда трансграничные операции осуществляют с использованием нескольких валют. С учетом этого финансовые системы азиатских стран должны быть более устойчивыми к колебаниям валютных курсов, которые могут в различной степени влиять на размеры активов и пассивов фи-

нансовых институтов. В случае, если интеграция достигает желаемого эффекта увеличения посреднических операций между вкладчиками и институциональными инвесторами, или она ведет к перекрестному созданию в странах региона дочерних предприятий и филиалов финансовых институтов, меняется и характер кредитных рисков, с которыми сталкиваются финансовые институты. Увеличивается подверженность воздействию различных долгосрочных циклов деловой активности, а также несистематических рисков.

И в том, и в другом случае существенно возрастает значение функций надзора над финансовыми институтами, с точки зрения при-



нения ими надлежащих мер по контролю данной группы риска и адекватности их капитала рыночным, кредитным и операционным рискам при выходе на рынки соседних стран. В настоящее время работа по введению новых международных стандартов (Базель II) ведется как на национальном уровне, так и между регулирующими органами в регионе в рамках Рабочей группы по банковскому надзору Ассоциации центральных банков стран Восточной Азии и Океании.

Хотя перспектива создания единого валютного пространства представляется достаточно отделенной, некоторые субрегионы, в особенности Восточная Азия, продвинулись в обеспечении предпосылок для введения единой валюты в той же степени, что и члены ЕС в 70-х и 80-х годах прошлого столетия. Существенное увеличение объема внутрирегиональной торговли в Восточной Азии в последние годы также представляет собой тенденцию, подталкивающую финансовую и валютную интеграции.

Еще одним важным моментом, свидетельствующим о продолжении создания системы поддержки ликвидности в Азии, является расширение охвата ЧМИ стран участниц АСЕАН+3, увеличение числа двусторонних соглашений о взаимном обмене валют и расширение объемов обмениваемых валют в рамках каждого соглашения, что усиливает ее функции как инструмента защиты от спекулятивных атак. Однако для того, чтобы она могла выступать в качестве полноценного регионального финансового механизма, сопоставимого с европейской валютной системой, предстоит дальнейшая разработка организационных и финансовых основ действия этой схемы, введение критериев приемлемости для вступления, аналогичных соответствующих инициативам в отношении азиатского рынка ценных бумаг¹⁶.

В последнее время происходят определенные изменения в отношении перспектив создания Азиатского валютного фонда (АВФ). МВФ, не выступая уже против его создания, подчеркивает вспомогательную роль фонда по отношению к МВФ, необходимость в качестве обязательной предпосылки интеграции Азии в мировую финансовую систему. В качестве первоначального этапа создания фонда может быть использован расширенный механизм ЧМИ. К основным функциям фонда будет от-

носиться отслеживание кризисных ситуаций и их предотвращение на региональном уровне, предоставление средств, которые понадобятся в случае кризиса и которые МВФ в одиночку не в состоянии будет мобилизовать. В этой связи существенное внимание уделяется разработке всего спектра отношений между АВФ и МВФ с целью обеспечения гарантий того, чтобы механизмы поддержки были взаимодополняющими и не конкурировали друг с другом.

Примечания:

¹ Подсчитано по «World Economic Outlook», April 2008 edition, IMF

² Ibidem, p. 1

³ Haruhiko Kuroda and Masahiro Kawai “Strengthening regional financial cooperation in Asia”, the Pacific Economic Papers, No. 332, May 2003, pp. 1-7

⁴ “Economic crisis causes massive unemployment in Asia”/ Asia times on line, May 25, 1999

⁵ “UNCTAD investment brief”, Number 1, 2007, p. 1

⁶ Joseph Yam: Changes in Asia – a brief look at the dynamics within the region, BIS Review, p.1, NO. 44/2007

⁷ “Asia factbook, 2007”, Statistical annex, ADB, 2008

⁸ Haruhiko Kuroda and Masahiro Kawai “Strengthening regional financial cooperation in Asia”, the Pacific Economic Papers, No. 332, May 2003, pp. 23-25

⁹ Тихий сторонник интеграции // «Финансы и развитие», март 2005, с. 3-5

¹⁰ “The Asian Bond Fund Initiatives and Reform through Learning by Doing”, East Asian Bureau of Economic Research, Newsletter, p.1, December 2007

¹¹ <http://www.jpmmorgan.com/pages/jpmmorgan>

¹² «Volatility, inflation key risks to Asia bonds», Reuters India, 23 Apr., 2008

¹³ “ABM complete report”, Asia Development Bank”, April 2008, p. 9

¹⁴ “Time for change in IMF», Finance and Development, March 2005, p. 48

¹⁵ Monthly finance review, May 2007, Policy Research Institute, Ministry of Finance, Japan, pp.3-10

¹⁶ Появится ли азиатский конкурент евро? // «Ведомости», 17.01.2006

