

Углубление финансовых связей

Азия ищет пути к более тесной региональной и глобальной финансовой интеграции

Аньес Белайш и Алессандро Занелло

НАДЕЖДА на более эффективное распределение рисков, более рациональное размещение капитала, более продуктивные инвестиции и, в конечном итоге, всеобщее повышение уровня жизни стимулирует усилия, направленные на укрепление связей между финансовыми системами во всем мире. Азиатские страны, особенно страны с формирующимся рынком, активно участвуют в этом процессе как на региональном, так и на глобальном уровне. На глобальном уровне интеграция Азии в международную финансовую систему продвинулась достаточно далеко. Однако на региональном уровне интеграция является более ограниченной.

За период после финансового кризиса 1997–1998 годов правительства стран Азии подтвердили свое намерение способствовать финансовой интеграции на региональном уровне в целях снижения уязвимости и более эффективного размещения сбережений. Начата реализация ряда инициатив по повышению самодостаточности этого региона в самых разных

На экранах Токийской фондовой биржи мелькают котировки цен.



сферах — от обмена информацией до механизмов финансирования в иностранной валюте. Правительства также предпринимают шаги по углублению региональных рынков облигаций, с тем чтобы снизить зависимость от банковского финансирования и защитить экономику региона от возможных последствий изменичивости будущих потоков капитала, поступающих из других регионов мира.

Тем не менее, несмотря на все эти усилия, рынки капитала в Азии остаются фрагментированными. Развивающиеся азиатские компании часто привлекают средства на рынках промышленно развитых, а не собственных стран, и существует лишь относительно ограниченное число выпусков облигаций в валютах азиатских стран. Иными словами, страны Азии с формирующимся рынком практически не инвестируют средства друг в друга. Добиться сдвига в большом и далеко не завершенном деле финансовой интеграции — задача, связанная с преодолением многих трудностей. Но то обстоятельство, что в Азии есть все условия для продвижения вперед, внушиает оптимизм.

Состояние финансовой интеграции

Насколько далеко продвинулась Азия на пути к финансовой интеграции, которая определяется здесь как постепенный процесс, благодаря которому потоки капитала между странами увеличиваются, синхронность динамики финансовых рынков усиливается, а цены на товары и рыночная инфраструктура приходят к общим стандартам?

Одним из показателей финансовой интеграции является ее *географический охват* — то есть значимость региональных связей по сравнению с внерегиональными или глобальными связями. Интеграция Азии в *глобальные* финансовые рынки уже сейчас продвинулась достаточно далеко по большинству стандартов. Например, Азия была одним из крупнейших получателей резко увеличившихся чистых потоков частного капитала в страны с формирующимся рынком, на долю которых в 2003 и 2004 году приходилась половина глобального объема таких потоков (см. рис. 1). В то же время, благодаря накоплению значительных официальных валютных резервов многие страны Азии стали крупными держателями суверенных облигаций стран с развитой экономикой.

Вместе с тем другие показатели дают не столь однозначную картину. Совокупные внешние обязательства стран Азии, то есть суммарный объем прямых иностранных инвестиций (ПИИ), внешних займов и акций, принадлежащих иностранным держателям, в настоящее время составляет примерно 65 процентов совокупного ВВП — меньше, чем в странах Латинской Америки с формирующимся рынком (где эти обязательства составляют примерно 80 процентов), а также в США и зоне евро (где они превышают 100 процентов). Кроме того, между странами Азии существуют огромные различия. В то время как в некоторых странах, таких как Филиппины, значительный объем внешних финансовых обязательств является результатом официального заимствования, в других, например, в САР Гонконг и Сингапуре, эти обязательства отражают роль этих стран как региональных финансовых



Рисунок 1

Неравномерные потоки

Страны Азии с формирующимся рынком получают значительную долю совокупных чистых потоков частного капитала, поступающих на глобальные формирующиеся рынки. (Чистый приток частного капитала в страны с формирующимся рынком; в млрд. долл.)



Источник: МВФ, база данных издания «Перспективы развития мировой экономики»; данные скорректированы с учетом рекапитализации банков Китая.

центров и высокую степень их интеграции в глобальный финансовый рынок. Напротив, относительно низкие по отношению к ВВП объемы внешних финансовых обязательств в Индии и Китае указывают на неглубокую интеграцию их экономики в международную финансовую систему (см. рис. 2).

Ограничичность имеющихся данных затрудняет оценку степени региональной финансовой интеграции. Информация о двусторонних потоках капитала между странами Азии скучна, что затрудняет оценку доли инвестиций из других стран региона в общем объеме трансграничных инвестиций на финансовых рынках Азии. При этом низкая корреляция роста потребления в разных странах Азии с формирующимся рынком указывает на наличие незадействованного потенциала для диверсификации.

Второй показатель интеграции касается классов активов — трансграничных связей между внутренними банковскими системами, рынками акций и рынками облигаций. Этот показатель также указывает на неравномерность финансовой интеграции. Данные за 2004 год по банковской сфере показывают, что крупнейший иностранный кредитор часто является европейским или американским. Японские банки занимают третье место во всех странах, кроме Таиланда, где они стоят на первом месте. Вместе с тем фактические данные указывают на растущий интерес к трансграничным приобретениям, особенно со стороны сингапурских банков, — тенденция, которая согласуется с наблюдаемым в регионе ростом ПИИ за границу.

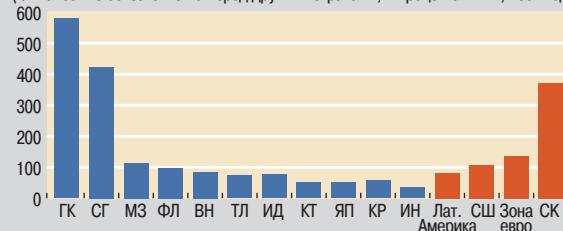
На фондовых рынках Азии котируется только небольшое число иностранных фирм и еще меньшее — региональных. В некоторых странах Азии фондовые рынки характеризуются высоким международным присутствием, но лишь небольшая часть этого иностранного участия приходится на компании из соседних стран (см. табл. 1). Доля иностранных котировок на азиатских фондовых рынках также снижается, поскольку заемщики предпочитают выпускать депозитарные расписки в Нью-Йорке или в Лондоне. Участие иностранных собственников в акционерном капитале и в торговле ценными бумагами компаний, котируемых на азиатских биржах, возросло, однако только немногие из участников-нерезидентов относятся к рассматриваемому региону. Например, значительное участие иностранных инвесторов отмечается в САР Гонконг, где в 2004 году на их долю пришлось свыше трети совокупного оборота. Однако на долю резидентов стран Азии может быть отнесена лишь пятая часть этих операций.

Рисунок 2

Иностранные авуары

Некоторые страны Азии являются значительно более крупными держателями иностранных обязательств, чем другие, причем Индия и Китай относятся к нижнему краю диапазона.

(Финансовые обязательства перед другими странами, в процентах ВВП, 2004 год)



Источник: Lane and Milesi-Ferretti, 2006.

Примечание. ГК=Гонконг, СГ=Сингапур, МЗ=Малайзия, ФЛ=Филиппины, ВН=Вьетнам, ТЛ=Таиланд, ИД=Индонезия, КТ=Китай, ЯП=Япония, КР=Корея, ИН=Индия, СШ=Соединенные Штаты, СК=Соединенное Королевство.

На рынках облигаций степень региональной интеграции также ограничена (см. рис. 3). Значительная часть растущего объема облигаций в иностранной валюте, выпущенных суверенными и корпоративными заемщиками азиатских стран, деноминирована в долларах США и размещена за пределами Азии — примерно 80 процентов в США и Европе. При этом есть данные о том, что значительную часть таких выпусков приобретают на этих рынках азиатские инвесторы. Высокая степень интеграции рынков облигаций, выраженных в иностранной валюте, однако, не распространяется на азиатские рынки облигаций в национальной валюте. На сегодняшний день зафиксировано немного примеров вложений азиатскими инвесторами средств в облигации, выпускаемые в соседних странах, несмотря на реализуемые в настоящее время инициативы, призванные содействовать развитию трансграничного владения активами.

Возможные выгоды интеграции

Благодаря своему участию в глобальном финансовом рынке Азия уже пожинает плоды диверсификации, однако расширение внутрирегиональных связей могло бы принести дополнительные выгоды, включая перечисленные ниже.

Таблица 1

Незначительная интеграция фондовых рынков

На многих фондовых биржах Азии котируется лишь небольшое число иностранных компаний. Еще меньшее число иностранных участников представляют другие страны Азии.

(Операции иностранных держателей акций, в процентах от объема трейдинговых операций)

Фондовая биржа	1996	2004
САР Гонконг	31,0	36,0
(участники из других стран Азии)	(8,1)	(7,2)
Биржи Японии	...	28,7
(участники из других стран Азии)	...	(6,1)
Таиланд	...	30,0 ¹
Корея	6,02	22,5
Индия	...	20,7
Тайвань, провинции Китая	...	11,3 ¹
Китай (Шэньчжэнь)	...	2,7 ²

Источник: фондовые биржи.

Примечание. ... означает, что данные отсутствуют.

¹Акции, принадлежащие иностранным держателям, в процентах к общему объему.

²Иностранные инвесторы, в процентах от рыночной капитализации.

Рисунок 3

Усиление международной интеграции

Выпуск облигаций, деноминированных в долларах США, суверенными и корпоративными заемщиками в Азии резко возрос.

(Непогашенные международные облигации азиатских эмитентов; млрд долл.)



Источник: Банк международных расчетов.

• **Более стабильный доступ к капиталу.** Региональная финансовая интеграция могла бы ограничить потребность в использовании посредников для размещения азиатских сбережений за пределами региона и тем самым снизить подверженность риску внезапных изменений направленности потоков капитала — в тех случаях, когда они обусловлены несовершенной информацией, которой располагают сторонние инвесторы. Углубляя региональные рынки капитала и формируя новые источники средств, финансовая интеграция могла бы также уменьшить зависимость от банков как главного источника финансирования частного сектора, что может повысить устойчивость корпоративных секторов.

• **Снижение стоимости финансирования и увеличение инвестиций.** Интеграция увеличивает потоки капитала и повышает ликвидность внутренних финансовых рынков, одновременно активизируя конкуренцию между финансово-ыми учреждениями. Такая динамика характерна для зоны евро. Усиление конкуренции ведет к повышению прозрачности и качества управления, что, в свою очередь, может иметь обратный положительный эффект, а именно — способствовать привлечению в регион дополнительных средств. В результате этого снижаются премии за ликвидность и стоимость средств для заемщиков, что способствует принятию риска и инвестициям.

• **Укрепление рыночной дисциплины при разработке и проведении макроэкономической политики.** Углубление финансовой интеграции может способствовать повышению рыночной дисциплины в отношении макроэкономической политики и, в рамках более широкой политической программы, облегчить укрепление стабильности в регионе.

Таким образом, углубление финансовых рынков и усиление связей между ними пойдет на пользу странам Азии. Основой финансовых систем этих стран, как правило, являются банки, а размеры рынков акций и частных облигаций обычно меньше, чем в странах с развитой экономикой (см. табл. 2). Исключение составляют Малайзия и Корея, так как после резкого сокращения банковского кредитования в конце 1990-х годов рынки корпоративных облигаций в этих странах в процентном отношении к ВВП являются одними из крупнейших в мире. Вместе с тем емкость местных рынков облигаций в целом повысилась по всей Азии, так как со временем финансового кризиса правительства стали крупнейшими эмитентами, с тем чтобы финансировать реструктуризацию банков и растущий бюджетный дефицит. С другой стороны, активность фондовых рынков с тех пор снизилась, отчасти в результате переориентации кредитоспособных азиатских корпораций на развитые рынки.

В будущем тенденции региональной торговли и имеющаяся в избытке ликвидность, скорее всего, послужат катализаторами укрепления финансовых связей в регионе.

Внутрирегиональная торговля в настоящее время составляет примерно 40 процентов торгового оборота Азии, увеличившись с менее 30 процентов в 1980-е годы. Резерв ее дальнейшего роста еще не исчерпан. В зоне евро, например, внутрирегиональная торговля составляет почти 70 процентов совокупного объема торговли. Повышение регионального спроса и рост торговли (независимо друг от друга) простилирует азиатские рынки активов и будет способствовать более тесным региональным взаимосвязям. Более взаимосвязанные финансовые системы региона могли бы обеспечить инструменты финансирования и хеджирования, поддерживающие торговлю в регионе. В целом рост внутрирегиональной торговли в Азии ускорит рост финансовой интеграции и, в свою очередь, будет стимулироваться ею.

Что касается ликвидности, то в местной экономике существует ее избыток благодаря сочетанию высокого уровня внутренних сбережений с низким уровнем внутренних инвестиций во многих странах региона (см. «Загадка инвестиций в Азии» на стр. 32 этого номера), помимо того, что в последнее время отмечался всплеск притока капитала и связанных с ним (нестерилизованных) интервенций. В результате Азия стала чистым экспортёром капитала, что также способствует формированию серьезных глобальных дисбалансов по счетам текущих операций. Углубление внутрирегиональной финансовой интеграции могло бы способствовать перераспределению этой ликвидности в пределах региона, что активизировало бы внутренние инвестиции и позволило бы упорядоченно сократить внешние профициты.

Проявляя инициативу

Разработчики экономической политики стран Азии приступили к реализации нескольких инициатив, направленных на углубление внутренних рынков и создание паназиатской системы в интересах стран, размеры экономики которых недостаточны для поддержания ликвидных национальных финансовых рынков. Во многих странах ограничения на операции с капиталом уже не препятствуют трансграничным потокам. Тем не менее, необходимо предпринять дополнительные шаги, с тем чтобы содействовать развитию региональных финансовых систем. Для дальнейшего развития рынков капитала требуются реформы, призванные повысить финансовую устойчивость эмитентов, расширить круг инвесторов и создать рыночную инфраструктуру (в том числе клиринговые и расчетные системы и агентства кредитного рейтинга). Нормы банковского надзора и регулирования должны соответствовать оптимальной международной практике, а трансграничная консолидация финансовых учреждений должна сопровождаться созданием основ консолидированного надзора. Как и в зоне евро, этого можно добиться путем сотрудничества между национальными органами банковского надзора или создания наднационального надзорного органа, деятельность которого может ограничиваться, например, только наиболее значимыми участниками финансовых рынков региона.

Усилия, предпринимаемые под эгидой АСЕАН+3 (объединение из 10 стран Юго-Восточной Азии, к которому присоединились Китай, Корея и Япония) и других форумов, до сих пор во многом сосредоточивались на укреплении рынков облигаций в контексте Инициативы в отношении рынков облигаций Азии. Правительства принимали меры по удлинению кривой доходности (особенно в Малайзии и Корее); поддержке более крупных выпусков эталонных государственных облигаций (в Индонезии, Корее, Малайзии, Сингапуре и Филиппинах); и поощрению роста объема ценных бумаг, обеспеченных активами, исламских облигаций и облигаций, выраженных в национальной валюте, размещаемых многосторонними банками развития и Японским банком международного сотрудничества. Успешно началась деятельность двух азиатских

Таблица 2

Необходимость большей сбалансированности

Азии необходимо развивать свои рынки акций и облигаций, с тем чтобы уменьшить зависимость от банковского кредита.

(В процентах ВВП, 2004 год)

Страны Азии с форм. рынком	Выпущенные и непогашенные внутренние долговые ценные бумаги в разбивке по эмитентам						Капитализация фондового рынка ²
	Банковская система ¹			Корпорации	Финансовые учреждения	Гос. сектор	
	Депозиты	Частные кредиты	Активы	Всего			
Китай	177	141	223	27	1	9	17
САР Гонконг	257	149	480	27	3	15	9
Индия	57	38	65	32	0	0	32
Индонезия	42	23	46	21	1	1	18
Корея	70	89	108	72	22	28	22
Малайзия	102	105	128	91	38	14	38
Филиппины	51	30	79	31	34
Сингапур	108	103	189	59	5	15	39
Таиланд	85	75	103	37	11	4	21
Страны с развитой экономикой							
США	34	46	70	159	22	91	46
Япония	122	106	153	174	16	25	133
Зона евро	87	115	315	120	12	40	68

Источники: МВФ, «Международная финансовая статистика», оценки сотрудников МВФ; органы банковского надзора и центральные банки; Банк международных расчетов; Всемирная федерация бирж.

Примечание. ... означает, что данные отсутствуют.

¹Только коммерческие банки, принимающие депозиты.

²Данные по рыночной капитализации не включают инвестиционные фонды, производные инструменты, иностранные компании и компании, единственной целью коммерческой деятельности которых является владение акциями других котируемых компаний.

облигационных фондов (вкладывающих средства в облигации, выраженные в долларах США и в национальных валютах и выпускаемые правительствами и квазисуверенными структурами стран Азии). В результате сотрудничества Кореи и Японии были созданы паназиатские облигации (облигационные обязательства, базовым обеспечением которых являются облигации малых и средних предприятий), а Таиланд разработал правовую базу для выпуска азиатских облигаций, выраженных в тайских батах. Проводится активная работа по изучению возможностей создания регионального механизма гарантий и региональной клиринговой и расчетной системы. Наконец, рассматриваются вопросы о том, как укрепить роль местных кредитных рейтинговых агентств.

Развитие финансовых связей приносит выгоды, но при этом требует взвешенной политики и надежных институтов, а также механизмов ограничения новых рисков, которыми чревата большая открытость финансовых систем. Осознавая, что финансовая интеграция может расширить каналы, через которые распространяются шоки между странами или между рынками активов в пределах одной страны, правительства азиатских стран приняли меры по мониторингу уязвимости финансовых систем и обеспечению быстрого реагирования в случае кризиса. Например, страны АСЕАН+3 совершенствуют систему обмена информацией, с тем чтобы более внимательно отслеживать потоки краткосрочного капитала. Созданы также группы наблюдения, которые должны обеспечить основу для обмена информацией между органами экономической политики и сотрудничества в вопросах регулирования. В контексте Чиангмайской инициативы правительства азиатских стран создали значимые механизмы финансовой поддержки, призванные противодействовать разрушительным потокам капитала и поддерживать стабильность обменных курсов.

На пути к валютной интеграции?

Многие эксперты по странам Азии считают, что успехи в развитии финансовой интеграции и внутрирегиональной торговли являются предвестником возможного введения единой региональной валюты и создания Азиатского валютного союза — по модели евро. Опыт Европы показывает, что валютный союз предъявляет столь жесткие требования к координации политики и созданию соответствующих институтов, что это, вероятно, потребует от азиатских стран четкой политической воли, поддерживаемой на протяжении нескольких поколений. Для выработки такого чувства общей



цели Азии предстоит пройти еще долгий путь. К числу других препятствий относятся отсутствие общих институтов, значительные различия в структуре экономики и неравномерный характер развития. Различия в структуре производства составляют особенно серьезную проблему, поскольку они увеличивают вероятность асимметричных шоков, для устранения которых требуются разные ответные меры денежно-кредитной политики на национальном уровне, что невозможно в условиях валютного союза. Можно с уверенностью утверждать, что для Азии валютный союз остается, в лучшем случае, целью отдаленного будущего. Вместе с тем требования к политике для создания сильной региональной экономики также способствуют сближению экономических условий между ее участниками.

На данном этапе оптимальными для экономики стран Азии являются системы обменных курсов, обладающие достаточной гибкостью для смягчения специфических для той или иной страны шоков. Хотя некоторые аспекты финансовой интеграции (например, преобразование местных рынков в единый региональный рынок), возможно, неосуществимы в отсутствие единой валюты, системы гибких обменных курсов могут облегчить предпринимаемые в настоящее время усилия по стимулированию более тесных региональных экономических связей. Опыт Северной Америки в реализации соглашения о свободной торговле подчеркивает выгоды, которые приносят гибкие обменные курсы и денежно-кредитная политика, направленная на достижение низкого уровня инфляции, при условии что удается сдерживать чрезмерную изменчивость. Несмотря на колебания двусторонних обменных курсов, страны Северной Америки создали многоуровневые цепи поставок, добились крупных внутрирегиональных потоков ПИИ, открытых счетов операций с капиталом и стабильности финансовых систем.

Пришло время для более глубокой интеграции

Азия значительно продвинулась к более открытой финансовой системе, и в регионе сложилось четкое понимание выгод, которые он мог бы получить от углубления финансовой интеграции. Страны Азии с формирующимся рынком являются одним из глобальных участников международной торговли и одним из крупных получателей чистых потоков частного капитала в страны с формирующими рынками. Развитие региональных рынков капитала обещает существенную отдачу, в частности потому, что оно способствует более тесной интеграции в глобальную финансовую систему.

Тем не менее многие проблемы остаются нерешенными, а список задач экономической политики — обширным. Прокладывая путь вперед, разработчики региональной экономической политики будут решать сложные проблемы, в том числе связанные с определением надлежащей последовательности реформ; поиском возможных компромиссов между глобальной и региональной финансовой интеграцией; и установлением относительной роли органов государственного управления и рынков в определении этого процесса. Сочетание благоприятной экономической ситуации с четким обязательством добиваться интеграции может обеспечить надлежащую среду, в которой будет возможно плодотворное обсуждение вопросов экономической политики — и успешное продолжение финансовой интеграции Азии. ■

Аньес Белайш — старший экономист Отделения МВФ в Париже, а Александро Занелло — заместитель директора Департамента стран Азиатско-тихоокеанского региона МВФ.