

БУДУЩЕЕ финансов Азии

Джеймс П. Уолш

Опережая весь мир по экономическому росту, сможет ли Азия добиться лидерства и в финансовой сфере?

ВЕСНОЙ 1988 года один из банков в особой экономической зоне Шэньчжэня, созданной за восемь лет до этого в южной провинции Китая на границе со специальным административным районом Гонконг, начал покупать и предлагать инвесторам акции местных компаний. Вскоре интерес к этому прибыльному бизнесу проявили и другие финансовые организации. Спустя два года была основана Шэньчжэньская фондовая биржа.

Сегодня Шэньчжэнь входит в двадцатку крупнейших фондовых бирж мира. Общая рыночная капитализация зарегистрированных на ней компаний составляет порядка 1,1 трлн дол-

ларов США, что сопоставимо с фондовыми рынками Швейцарии и Мадрида. Стремительное расширение финансовых секторов стало важным компонентом того экономического чуда, которое превратило Азию в самый динамично развивающийся регион мира. Аналитики внимательно следят за финансовыми рисками, которые угрожают Азии сегодня, но иногда интересно немного забежать вперед. Итак, если такая динамика сохранится, как будут выглядеть финансовые секторы Азии в будущем?

По мере роста благосостояния страны увеличивается спрос потребителей на финансовые услуги — от ипотечных кредитов до кредитных карт, — а также растут финансовые потребности коммерческих предприятий, что выражается в покупке недвижимости для новых торговых точек или финансировании приобретения оборудования для новых заводов. Таким образом, подъем экономики в странах Азии привел к не менее стремительному развитию финансовых секторов в регионе.

В период с 2000 по 2012 год общая стоимость компаний, зарегистрированных на фондовых рынках Индии, увеличилась с одной трети до двух третей ВВП, а в Индонезии — с одной шестой до почти половины ВВП. Общий объем выданных банками кредитов увеличился с 75 процентов ВВП Южной Кореи в 2000 году до 169 процентов в 2012 году, во Вьетнаме — с 33 процентов до 105 процентов. Финансовые рынки этих стран вместе с мировыми финансовыми центрами в Гонконге и Сингапуре, а также крупными и развитыми рынками

Здание
Шэньчжэньской
фондовой биржи,
Китай.

Японии, Южной Кореи и Австралии образуют обширный финансовый сектор на территории Азии.

Не такие, как другие

Финансовые секторы азиатских стран, как правило, крупнее, чем в странах других регионов с аналогичным уровнем дохода. Но Азия многообразна, и хотя финансовые отрасли в динамично развивающихся странах с формирующимся рынком достаточно велики по своим масштабам, они все же уступают по размерам и по степени развитости финансовым отраслям стран Азии с развитой экономикой. Например, если доля банковского кредитования в странах Азии с формирующимся рынком (105 процентов ВВП по состоянию на конец 2012 года) составляет большую часть ВВП, чем в странах с формирующимся рынком других регионов, то аналогичная доля среди стран Азии с развитой экономикой составляет 194 процента.

Азиатские финансовые секторы отличаются от аналогичных отраслей других стран мира еще по ряду признаков. Например, в большинстве стран Азии с развитой экономикой и формирующимся рынком доминирующую роль, как и в Европе, играют банки, в то время как в США более заметное место отведено фондовым рынкам и рынкам облигаций.

Кроме того, азиатские банки в большей степени сосредоточены на традиционных направлениях банковской деятельности, таких как вклады и потребительское кредитование населения и компаний, и в меньшей степени зависят от кредитования других банков и от продажи инвестиционных продуктов, например свопов и прочих производных инструментов. Это явилось преимуществом в период мирового финансового кризиса, когда в условиях зависших рынков зависимость от заимствований в других банках привела к проблемам в США и Европе.

Подобная тесная связь с традиционной банковской деятельностью объясняет, почему теневая часть этого бизнеса (когда небанковские финансовые организации занимаются услугами, которые обычно оказывают банки) — это относительно новое явление в экономике большинства азиатских стран, хотя в Европе и Северной Америке такие операции широко распространены на многих рынках. И хотя теневая банковская деятельность и другие нетрадиционные финансовые услуги мелькают в заголовках новостей и быстро расширяются в таких странах, как Китай и Филиппины, тот фундамент, на котором они за короткое время поднялись, еще 10 лет назад был незначительным.

Рынки капитала — это еще одна область, в которой финансовый сектор Азии отличается от других стран мира. Фондовые рынки в Азии крайне неустойчивы по сравнению с другими регионами, однако часто предлагают более высокий доход. В то время как страны Азии с развитой экономикой имеют относительно сложные и многоуровневые рынки акций, страны с формирующимся рынком в регионе не могли в такой же мере полагаться на акционерный капитал и поэтому здесь более широко распространены банковские посредники.

Аналогичным образом, дефициты бюджета в странах Азии, за некоторыми исключениями, как правило, относительно невысоки. В результате рынки облигаций формируются медленно: в отсутствие кривой доходности по государственным долговым обязательствам инвесторам сложнее устанавливать цены на облигации национальных компаний. Нормы и процедуры банкротства во многих странах Азии непрозрачны, что увеличивает для инвесторов риск, связанный с покупкой облигаций, и еще сильнее замедляет процесс развития этого сегмента. Однако несмотря на эти трудности, азиатские рынки акций и корпоративных облигаций по размеру схожи с рынками многих других регионов.

Во многих странах Азии с формирующимся рынком, особенно в Китае и Индии, правительство играет более заметную роль в банковской деятельности, чем в других странах мира. В Китае пять крупнейших банков страны контролируется государством,

в то время как в Индии на государственные банки приходится примерно три четверти всех активов банковской системы. Подобная ситуация наблюдается и в случае небанковских финансовых организаций. В Индии одна из крупнейших в мире компаний по страхованию жизни — Life Insurance Corporation of India — находится под контролем индийского правительства. Здесь также наблюдается неравномерное распределение в рамках одного региона: на Филиппинах и в Таиланде государственные банки владеют гораздо меньшей долей от общего количества активов в банковском секторе, тогда как в Малайзии частные институциональные инвесторы играют значительную роль.

Азиатские страны успешно интегрировались в мировую торговую систему и ведут активную торговлю не только с развитыми и развивающимися странами за пределами региона, но и в рамках азиатской цепочки поставок, объединяющей страны Юго-Восточной Азии, Китай, Японию и Южную Корею (благодаря объединению отрасли обрабатывающей промышленности на региональном уровне). В то же время финансовая интеграция запаздывает. Если оценить долю ВВП, состоящую из местных активов, принадлежащих иностранцам, и иностранных активов, принадлежащих местным инвесторам, то выяснится, что страны Азии с формирующимся рынком в меньшей степени интегрированы в мировую систему, чем другие страны.

Но, как всегда, существуют исключения. Благодаря крупному и активному сектору институциональных инвесторов Малайзия интегрировалась в мировую систему как любая другая страна с формирующимся рынком. С другой стороны, Индия и Индонезия занимают более низкие позиции среди международных инвесторов, чем формирующиеся рынки других регионов.

Перспектива развития

Первоочередной задачей финансового сектора Азии будет достижение *быстрого роста* в регионе. Ожидается, что к 2023 году доля стран Азии с формирующимся рынком в мировом ВВП (по паритету покупательной способности) увеличится с 30 процентов до 41 процента. Как показывают результаты нового исследования МВФ, по мере углубления финансовых рынков доля финансовых активов стран Азии с формирующимся рынком может повыситься с текущих 18 процентов до 31 процента в 2023 году.

Наряду с финансированием столь быстрого роста азиатской финансовой системе придется решить две другие серьезные задачи.

Во-первых, это *дефицит инфраструктуры* в регионе. В условиях роста городского населения, увеличения торговли на всей территории региона и повышения спроса на средства связи и транспорт в Азии требуются большие инвестиции, чтобы удовлетворить потребности в инфраструктуре. Наблюдается большой разброс оценок расходов на обеспечение питьевой водой, строительство телекоммуникационных систем и автомобильных дорог, а также других базовых элементов в ближайшие 20 лет, но в любом случае речь идет о крупных суммах. Направить огромные сбережения стран Азии на долгосрочное финансирование, которое поможет закрыть эти пробелы в инфраструктуре, будет непросто. Инфраструктурные проекты, как правило, требуют больших первоначальных вложений и окупаются очень долго.

Для того чтобы построить новый аэропорт, электростанцию или водоочистительную установку, нужен инвестор, который будет готов вложить значительные средства с долгосрочной отдачей. С наступлением мирового финансового кризиса такой тип финансирования по разным причинам подорожал во всем мире, и реализовать его в Азии будет особенно сложно.

Вторая проблема — это *демографические изменения*. В Китае, Японии, Южной Корее и других странах Азии население стремительно стареет, обгоняя по темпам остальные страны мира (см. статью «Конец дешевой рабочей силы» в номере Ф&Р

за июнь 2013 года). По мере приближения пенсионного возраста людям в этих странах приходится увеличивать свои пенсионные сбережения (см. статью «Цена зрелости» в номере *Ф&Р* за июнь 2011 года), а для этого потребуются выгодные инвестиционные возможности, чтобы обеспечить приемлемую доходность сбережений. В то же время в таких странах, как Индия и Индонезия, численность населения трудоспособного возраста быстро увеличивается, из-за чего возникает острая потребность в инвестициях не только в инфраструктуру, но и в новые предприятия, жилье и другие сегменты экономики. Принимая во внимание высокий процент сбережений во многих азиатских странах со стареющим населением и значительную потребность в инвестициях во всем регионе, параллельное решение этих двух задач может способствовать экономическому росту и преодолению демографических проблем региона. Для этого существуют многочисленные возможности: взаимные фонды для частных лиц могут покупать акции компаний в странах Азии с формирующимся рынком, а пенсионные фонды могут инвестировать в облигации этих компаний. Банки могут предоставлять средства, хранящиеся на сберегательных счетах их клиентов, банкам в других регионах, которые, в свою очередь, смогут финансировать новые предприятия. Но в большинстве стран Азии с формирующимся рынком институциональные инвесторы не имеют необходимой силы, тогда как препятствия для трансграничных инвестиций по-прежнему очень высоки, поэтому их ожидает долгий и трудный процесс.

Крупнее, выше, сильнее

Подобные изменения требуют расширения финансовых систем. Рост доходов приведет к увеличению спроса на ипотечные кредиты и автомобили, на оборотный капитал для все большего числа компаний, на коммерческие кредиты для азиатских компаний, продолжающих расширять свое присутствие на международном рынке, а также на облигации для финансирования инфраструктуры и обеспечения стабильного дохода пенсионерам. Но, помимо всего прочего, эти изменения будут способствовать усложнению финансовых систем в Азии.

Сегодня во многих азиатских финансовых системах разница между ставкой кредитования и депозитной ставкой банка довольно существенная, а это значит, что, выбирая только традиционные бизнес-модели, банки могут обеспечивать приемлемую доходность. Но как только исчезнет легкая прибыль от высокодоходного кредитования выходящих на рынок потребителей или новых направлений бизнеса, банкам придется осваивать новые территории деятельности. В некоторых странах, например в Японии, где этот процесс уже начался, банки расширяют свою деятельность в поиске выгодных инвестиций. По мере того как на фоне роста эффективности процентная маржа в странах Азии с формирующимся рынком начинает сокращаться, банки могут обратиться к новым источникам дохода, например к управлению денежными средствами и секьюритизации потребительских кредитов, а, следовательно, смогут расширяться возможности для увеличения межбанковского кредитования.

Подобная совокупность факторов не будет ограничиваться рамками отдельно взятой экономики. В результате трансграничных банковских заимствований, усиления взаимосвязанности рынков акций и облигаций и трансграничных заимствований на уровне корпораций как минимум часть сбережений из более зрелых (демографически) и более богатых стран Азии окажется в странах с более молодой и бедной экономикой. Все эти три канала приведут к усложнению финансовых систем, по мере того как банки будут сталкиваться с более высокими рисками иностранных операций, инвесторы в акции и облигации будут требовать все более продвинутых схем хеджирования кредитов и валютных операций, а компании будут стремиться нейтрализовать риски, сопряженные с динамикой



Банки-небоскребы в САР Гонконг.

валютных курсов и процентных ставок. Таким образом, сам процесс усиливающейся региональной интеграции будет способствовать расширению предложения азиатскими банками все более комплексных услуг.

Пример таких изменений уже можно видеть на рынках облигаций Азии, которые продолжают активно развиваться. Несмотря на увеличение за последние годы масштаба и ликвидности рынков облигаций во многих странах с формирующимся рынком в регионе, доминирующую роль здесь по-прежнему играют эмитенты с низким уровнем риска, включая правительства. Формирование рынка для более рискованных заемщиков (так называемого высокодоходного сегмента), как это было сделано в других странах, в частности в США, будет в значительной мере способствовать достижению в Азии двух финансовых целей. Во-первых, увеличится прибыль пенсионных фондов и держателей пенсионных сбережений, то есть улучшится ситуация со стареющим населением, а также появится возможность перенаправить больше сбережений в инфраструктуру для устранения характерного для Азии дефицита в этой области.

Но для этого нужны новые инструменты. Один из вариантов предполагает обеспечение банками или страховыми компаниями защиты путем выпуска свопов кредитного дефолта, позволяющих снизить риск для инвесторов на новых рынках облигаций. Иностранные инвесторы могут также заинтересоваться простыми процентными или валютными свопами, но при этом могут попытаться снизить свои издержки за счет хеджирования при помощи более сложных инструментов. Такие услуги могли бы оказывать и иностранные банки, но азиатские банки будут отличать компетентность и присутствие на ключевых рынках, что позволит добиться высокой прибыльности их собственных инвестиций в этих новых областях.

Благодаря этим новым инструментам и новому уровню развития финансовых систем стран Азии сами финансовые организации будут становиться более крупными и сложными. Несмотря на то что в странах Азии с развитой экономикой находятся три мировые системно значимые финансовые организации, а именно, Mitsubishi UFJ, Mizuho и Sumitomo Mitsui в Японии, из остальных стран региона только в Китае, имеющем вторую по величине экономику в мире, есть подобные организации — Банк Китая и Промышленный и коммерческий банк Китая. Однако в условиях перемещения интересов азиатских компаний за пределы национальных границ, дальнейшей интеграции финансовых систем Азии с остальным миром и увеличения численности и качества местных инвесторов финансовые организации Азии будут стремительно расширяться и усложняться. На финансовых рынках Индии и стран Ассоциации стран Юго-Восточной Азии (АСЕАН) в ближайшем будущем также могут появиться мировые системно значимые финансовые организации, что создает потенциальный повод для беспокойства, которое возникло в Европе и Северной Америке

по поводу банков, которые являются «слишком крупными, чтобы можно было допустить их банкротство».

Даже если финансовые системы стран Азии будут развиваться по иному сценарию, не давая повода для такого беспокойства, текущий кризис в зоне евро в сочетании с общемировыми изменениями в области нормативного регулирования уже привел к многочисленным изменениям в финансовой сфере. Одно из таких изменений произошло в области коммерческого кредитования. Под давлением нормативных и экономических преобразований, которые заставили их сосредоточиться на основных рынках, европейские банки сократили свое присутствие в Азии. В Центральной Европе и на Ближнем Востоке такие изменения привели к сокращению коммерческого кредитования, в то время как в Азии образовавшийся вакуум заполнили региональные банки, в первую очередь, австралийские и японские. Первоначально такое сокращение коснулось только низкодоходного краткосрочного коммерческого кредитования. Но теперь, когда США и Европейский союз рассматривают возможность введения более жестких ограничений для банков в своих юрисдикциях, а европейские банки пытаются оптимизировать свои балансы на внутреннем рынке, сворачиваются и более дорогостоящие услуги, такие как аренда воздушных судов и сложное долгосрочное коммерческое кредитование, и этой тенденцией пытаются воспользоваться азиатские банки. Однако такое развитие событий порождает потребность в регулировании и надзоре.

Государственные банки

Поскольку крупнейшие банки в ряде азиатских стран находятся под контролем правительства, возникает вопрос о том, как будет меняться участие государства с течением времени. В специальном административном районе Гонконг и Сингапуре, а также в Австралии и Новой Зеландии роль государственных банков минимальна. Однако в других странах Азии с развитой экономикой, например, в Японии и Южной Корее, государственный сектор по-прежнему доминирует в отличие от ситуации в экономике многих западных стран, в частности, США и Великобритании. Как показывает анализ разных стран в течение продолжительного периода времени, государственные банки в среднем менее прибыльны и менее динамичны, чем частные банки, что во многих странах приводит к образованию менее доходных и характеризующихся более высокими рисками балансов.

Государственные банки могут быть полезным инструментом в руках директивных органов. Но, как правило, они также способствуют формированию неэффективной банковской практики, хронической потребности в увеличении капитала для сохранения доли государственной банковской деятельности и правительственных схем оказания экстренной помощи. Как разработчики экономической политики в регионе будут относиться к государственным банкам, будет зависеть от условий каждой конкретной экономики и каждого отдельного банка. Однако в долгосрочной перспективе финансовые системы, в которых доминируют подконтрольные правительству банки, едва ли смогут предложить конкурентоспособность и эффективность, необходимые для решения задач роста в Азии.

Другим решением этой проблемы будет растущая финансовая интеграция. Сочетание сбережений в тех странах, население которых стареет более быстрыми темпами, с инвестиционными проектами в азиатских странах с более молодой экономикой потребует активного наращивания трансграничных финансовых потоков. Держатели сбережений также стремятся диверсифицировать свои риски. Этого можно добиться, если, например, дать корейским инвесторам возможность распределять риски по всему внутреннему рынку, а также на рынках Индии и Таиланда. На сегодняшний день большинство активов, которыми азиатские инвесторы владеют за рубежом, как правило, находятся в развитых странах и размещены, в частности, в ликвидных государственных долговых обязательствах.

Но такая ситуация должна измениться. Мы ожидаем более тесной интеграции экономики стран Азии, причем в ближайшие 20 лет инвесторы будут все с большей вероятностью покупать активы в других странах. Такое утверждение в особенности верно для Юго-Восточной Азии, где страны АСЕАН прилагают совместные усилия для дальнейшей интеграции своих экономических систем.

Еще одно важное требование — смягчение ограничений по операциям с капиталом в Китае и Индии. Сегодня счета операций с капиталом в этих двух странах отличаются большей закрытостью, чем в остальных странах региона. Однако в обеих этих странах постепенно устраняются барьеры и планируется дальнейшая либерализация, что позволит держателям сбережений находить новые рынки за рубежом, а иностранным инвесторам — более эффективно диверсифицировать вложения за счет покупки китайских и индийских активов. Если в 2023 году Китай и Индия будут так же открыты, как некоторые страны с развитой экономикой сегодня, то, по нашим подсчетам, общий размер их финансовых секторов будет на 10–30 процентов больше, чем если они сохраняют текущий уровень открытости.

Можно ожидать, что финансовые системы Азии станут значительно более крупными, более сложными и более взаимосвязанными, чем сегодня. Для того чтобы эти изменения не привели к концентрации рисков, которые ощутимо ударили по некоторым странам региона во время азиатского финансового кризиса, а также не подорвали мировую экономику во время глобального финансового кризиса, органы регулирования и надзора в Азии должны сохранять бдительность. Это касается и МВФ, который надеется на тесное сотрудничество с азиатскими странами в целях выявления и минимизации рисков еще до их возникновения, с тем чтобы избежать ошибок, допущенных в предыдущие кризисы.

Более взаимосвязанные финансовые системы позволят домашним хозяйствам и пенсионным фондам, как и другим инвесторам, диверсифицировать свои вложения, а следовательно, уменьшить риски, но также могут способствовать распространению банкротств и краха банков за пределы национальных границ. В условиях интеграции мировых финансовых секторов сотрудничество в области регулирования приобрело важнейшее значение. Азии предстоит играть активную роль на международных форумах, чтобы обеспечить благополучное продолжение этого процесса.

К счастью, Азии не привыкать к изменениям. После финансового кризиса, произошедшего в Азии, правительства, надзорные органы и финансовые системы региона быстро переклонились на решение таких проблем, как чрезмерное привлечение заемных средств и нехеджированные иностранные кредиты, которые усугубили негативные последствия кризиса. Азиатские банки в короткий срок погасили свои долги, а надзорные органы приняли меры для предотвращения повторения подобных дисбалансов в будущем. Эти преобразования позволили региону лучше справиться с мировым финансовым кризисом и продемонстрировали гибкость и адаптируемость Азии в новых условиях.

Принимая во внимание тот факт, что Азия продолжает опережать остальные страны мира по темпам экономического роста, возникает вопрос о том, как сделать так, чтобы самая быстрорастущая финансовая система мира одновременно стала самой надежной. ■

Джеймс П. Уолш — заместитель начальника отдела департамента денежно-кредитных систем и рынков капитала МВФ.

Прогнозы, использованные в этой статье, представляют собой оценки персонала МВФ, основанные на информационных записках, которые были подготовлены для совместной конференции МВФ и Валютного управления Гонконга «Будущее финансов Азии» (28 февраля 2014 года).