НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ ИНСТИТУТ
МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ И МЕЖДУНАРОДНЫХ ОТНОШЕНИЙ
ИМЕНИ Е.М. ПРИМАКОВА
РОССИЙСКОЙ АКАДЕМИИ НАУК

С.В. Ноздрев

НОВЫЙ ЭТАП ФОРМИРОВАНИЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ В СТРАНАХ АЗИИ

Аналитический доклад

Москва
ИМЭМО РАН
2018

УДК 336(5)
ББК 65.262.2(5)
Нозд 781

Серия «Библиотека Национального исследовательского института
мировой экономики и международных отношений имени Е.М. Примакова»

Рецензенты
доктор экономических наук Л.В. Сабельников
кандидат экономических наук В.Ю. Мягков

Нозд 7813

Ноздрев С.В. Новый этап формирования финансовых рынков в странах Азии.
Аналитический доклад – М.: ИМЭМО РАН, 2018. – 83 с.
ISBN 978-5-9535-0541-3
DOI:10.20542/978-5-9535-0541-3

Дается общая характеристика финансовых рынков Азии, рассматривается место финансового посредничества в обеспечении устойчивого экономического роста. Анализируется глубина и роль азиатских рынков капитала в посткризисный период, их трансформация в сторону глобальной и региональной интеграции. В связи с происходящими процессами в региональной экономике прослеживается эволюция систем регулирования финансовых рынков и последствия глобальной реформы для финансовых систем Азии.

**Nozdrev S.V. A new stage in the formation of financial markets in Asian countries. Analytical report – Moscow, IMEMO, 2018. – 83 p.
ISBN 978-5-9535-0541-3
DOI:10.20542/978-5-9535-0541-3**

The paper gives a general description of financial markets in Asia, considers the place of financial intermediation in ensuring sustainable economic growth. The depth and role of capital markets in the post-crisis period, their transformation towards global and regional integration are analyzed. The evolution of financial market regulation systems and the consequences of the global reform for the financial systems of Asia, are being considered in connection with the ongoing processes in regional economies.

Публикации ИМЭМО РАН размещаются на сайте <https://www.imemo.ru>

ISBN 978-5-9535-0541-3

© ИМЭМО РАН, 2018
© Ноздрев С.В., 2018

Оглавление	
Введение	4
Глава I. Общая характеристика и структурные особенности финансовых рынков в Азиатско-Тихоокеанском регионе на современном этапе.....	7
Глава II. Банковское посредничество в обеспечении.....	
устойчивого экономического роста.....	18
Глава III. Особенности внутренних рынков капиталов стран Азии	
в посткризисный период.....	26
Глава IV. Трансформация международных рынков капитала и глобальная и региональная финансовая интеграция азиатского региона	40
Глава V. Проблемы и эволюция практики регулирования финансовых рынков стран Азии в посткризисный период	54
Глава VI. Оценка последствий глобальных финансовых реформ для стран Азии.....	62
Основные выводы и прогнозы	77

Введение

Страны Азии сохраняют позиции лидера экономического роста во втором десятилетии нынешнего века, хотя отмечается постепенное снижение темпов их экономического развития. Наряду с уменьшением экспортной составляющей здесь действуют и другие фундаментальные факторы, среди которых прежде всего хотелось бы отметить глубинные сдвиги в финансовом развитии этих стран. Финансовые системы стран Азии характеризуются большим разнообразием, как в силу их многочисленности, так и значительной дифференциации уровней экономического и, следовательно, финансового развития. На современном этапе формирования экономического базиса происходят существенные изменения в финансовых системах по основным их звеньям, в отношении характера финансового посредничества, поддержки роста экономики, привлечения долгосрочных инвестиций на нужды экономической модернизации, повышения уровня жизни населения и социальной стабильности. Меняется характер зависимости от источников средств, получаемых в распоряжение юридических и физических лиц, ряд стран отходят от традиционной схемы, предполагающей преобладание доли банковского финансирования, в других она продолжает сохраняться и укрупняться.

Существует тесная взаимосвязь между макроэкономическими характеристиками страны и ее финансовой структурой, которая развивается вместе с меняющимся профилем экономики. Банки и финансовые рынки способствуют экономическому росту взаимодополняющим образом, но на определенной стадии наступает момент отрицательной отдачи: за ее пределами растущее банковское посредничество или более крупные рынки создают ограничения для более интенсивного развития.

Предлагаемая читателю монография посвящена рассмотрению характеристик современного этапа формирования финансовых рынков Азии, взаимосвязи их с развитием регуляторных систем.

В работе развитие финансовых рынков Азии исследуется по трем основным направлениям:

- структурные особенности финансовых рынков стран Азии, роль финансового посредничества в обеспечении устойчивого экономического роста;
- компаративный анализ процессов глобализации и регионализации азиатского рынка капиталов;
- финансовое регулирование в условиях реформы международной финансовой архитектуры.

После сильнейшего воздействия кризиса конца 90-х годов и глобальных финансовых потрясений 2007-2008 гг. все более важной становится оценка на основе количественных финансовых показателей сильных и слабых сторон финансового сектора Азии. В первую очередь это необходимо для определения потенциальных проблем, которые могут привести к его уязвимости и новым кризисным потрясениям, колебаниям бизнес-цикла, и в тоже время позволяют выявить базисные направления дальнейшего развития основных сегментов финансового рынка.

Информационной базой исследования послужили отчетные и рабочие документы по глобальным и региональным финансовым рынкам таких международных организаций, как МВФ, Мировой Банк, Азиатский банк развития (АБР) и ОЭСР, нормативные документы рассматриваемых стран, регулирующие финансовую деятельность, аналитические материалы экспертных ассоциаций и организаций. При этом автор опирается на результаты исследований по данной тематике, проводимые в ИМЭМО и опубликованные в фундаментальных монографиях.¹

¹ Международный опыт антикризисной политики: уроки для России. Под ред. С.А. Афонцева, Н.И. Ивановой, И.С. Королева. М.:ИМЭМО РАН, 2009; Мировая экономика: выход из кризиса. Под ред. Г.И. Мачавариани. М.:ИМЭМО РАН 2010; Глобальная перестройка. Под ред. А.А. Дынкина, Н.И. Ивановой. М.: Весь мир, 2013. Финансовая стратегия модернизации экономики: мировая практика. Под ред. Я.М. Миркина, 2014.

Наряду с этим, при подготовке исследования автор использовал материалы других ведущих отечественных научно-исследовательских институтов: Института Дальнего Востока РАН, Института востоковедения РАН, труды отечественных и зарубежных ученых, посвященные анализу финансовых систем стран Азии.

Азия является наиболее динамично развивающимся экономическим регионом и крупнейшей континентальной экономикой по ВВП на основе паритета покупательной способности (ППС) в мире. Наиболее крупными странами в Азии с точки зрения валового внутреннего продукта по ППС и номинального валового внутреннего продукта являются: Китай, Индия, Япония, Южная Корея, Индонезия, Тайвань, Таиланд и Малайзия.

Несмотря на существенные различия экономических показателей для этих стран характерен один общий признак – высокие темпы экономического развития, продолжающиеся более 40 лет. В Азии происходили наиболее долговременные мировые экономические бумы: японский (1950-1990 гг.), южнокорейский (1961-1996 гг.) и в Китае (1978-2013гг.). Капитальные инвестиции в хозяйство на протяжении длительного периода находятся на уровне 38-40%, что во многом определяет высокую динамику экономического роста.

Совокупная доля азиатских стран в мировом ВВП выросла с 17% в 1970 г. до 38% в 2017 г.² Существует огромный потенциал для дальнейшего долгосрочного роста в экономике, учитывая быстрый рост в этих странах технологического прогресса и дальнейшего активного участия в международном разделении труда и финансовых связях.

Несмотря на сохранение азиатскими государствами относительно более высоких темпов экономического развития, в последние годы, однако, происходит определенное его замедление, вызванное как внутрорегиональными, так и глобальными факторами, влияющими на снижение траектории потенциального роста. Экономическое развитие поддерживается высокими, хотя и снижающимися, темпами роста торговли и расширяющимся частным потреблением, ростом инвестиций в инфраструктурные инициативы. Внешняя позиция стран с формирующейся экономикой в целом устойчива, хотя в последнее время наблюдается тенденция к изменениям в положительной динамике текущего сальдо платежного баланса и снижению нетто-притока прямых частных инвестиций. В то же время наиболее серьезным из общих факторов риска является возможность большего ужесточения денежно-кредитной политики в странах с развитой экономикой, рост задолженности частного сектора и дефицита бюджета, расширение торговых ограничений в сочетании с ограниченным прогрессом в региональных торговых соглашениях.

Одной из основных причин снижения потенциала развития стран Азии является более отсталая по сравнению с развитыми странами финансовая система. Отставание развивающейся Азии от развитых стран указывает на необходимость построения в этом регионе более развитого финансового сектора, способного эффективно трансформировать сбережения в инвестиции и перераспределять риски.

Для большинства развивающихся стран Азии банковский сектор является первостепенным источником финансирования. Заметное место в этих странах занимают государственные и полугосударственные банки, имеющих разветвленную филиальную сеть, на них приходится значительная часть кредитных и инвестиционных операций. В большинстве стран Азии растет число коммерческих банков, выполняющих различные функции в зависимости от их направленности, структуры и размеров капитала. Увеличивается число иностранных банков и их филиалов, но доля иностранной собственности в банковском секторе невелика и составляет около 3% совокупных активов банковских институтов. В настоящее время складывается положение, когда в условиях обозначившейся турбулентности и неясных

Новые подходы к глобальному финансовому регулированию. Под ред. Л.С. Худяковой, 2015; Тихоокеанская Азия: экономические и политические последствия глобального финансового кризиса. Отв. ред.: В.Б. Амиров, Е.А. Канаев, В.В. Михеев. М., ИМЭМО РАН, 2010. Тихоокеанская Азия: проблема «ответственного лидерства» (среднесрочный прогноз экономического и политического развития). Отв. ред. В.Б. Амиров, В.В. Михеев. М., ИМЭМО РАН, 2011..

² <http://www.imf.org/en/News/Articles/2017/09/06/sp090617-asia-pacific-region-gearing-up-for-the-next-transformation>

перспектив международных рынков капитала, для развивающихся стран Азии необходимо ускорить поиски источников покрытия внутреннего и регионального спроса на финансовые ресурсы. Для роста частных инвестиций и потребления необходимо последовательное развитие финансового сектора, который поддерживает сбалансированный рост. Речь в первую очередь идет о тех участках финансового сектора, которые в силу тех или иных причин, существенно отстали в своем развитии. В частности, во многих развивающихся странах Азии, ограниченный доступ малых и средних предприятий (МСП), домашних хозяйств с низким уровнем доходов к системе кредитования остается сдерживающим фактором достижения устойчивого высокого роста и сокращения бедности.

В настоящее время развитие финансового рынка в Азии временно замедлившись из-за глобального финансового кризиса, переживает новый этап своего развития, который характеризуется построением эффективной системы банков и рынков капитала, внедрением новых финансовых инструментов. Формирование финансовых рынков в Азии непосредственно связано с поддержкой устойчивой модели экономического развития за счет обеспечения необходимого уровня сбережений и инвестиций, создания условий для институционального участия в цифровой экономике и развития финансовой интеграции в ее различных формах – региональной, межрегиональной и глобальной.

Глава I. Общая характеристика и структурные особенности финансовых рынков в Азиатско-Тихоокеанском регионе на современном этапе

Среди важнейших проблем, которые предстоит решить странам Азии³ в ближайшие годы, в первую очередь следует выделить обеспечение условий для реализации потенциала роста и утверждение позиций в рамках процессов глобализации. Определяющую роль в процессе экономического роста играет финансовая система этих стран, благодаря которой происходит аккумуляция капитала для осуществления инвестиций в производственные процессы, инновационные продукты и интеграция в мировой рынок капиталов.

Развивающаяся экономика стран Азии должна решать новые макроэкономические и финансовые проблемы, обусловленные современным этапом развития и финансовой стабильностью. Теоретически, хорошо функционирующая финансовая система играет важную роль в содействии экономическому росту и сокращению бедности. R. Levine определил функции финансового сектора в рамках пяти категорий: I) мобилизация накоплений; II) распределение ресурсов по наиболее эффективным направлениям; III) мониторинг фирм и корпоративного управления; IV) содействие обмену товарами и услугами; V) диверсификация рисков и их хеджирование.⁴

Для развивающихся стран Азии в настоящее время наиболее важными представляются первые две функции. Развитие финансового сектора влияет на реальную экономическую деятельность путем изменения нормы сбережений, накопления капитала, технологических инноваций, и, следовательно, уровня доходов. По существу, финансовый сектор аккумулирует и мобилизует сбережения на наиболее продуктивные инвестиции. Развитие финансового сектора может также снизить различного рода ограничения по кредитованию и тем самым способствовать повышению эффективности распределения ресурсов, содействуя росту производительности труда. Здесь, качество, а также объем и количество инвестиций является важным фактором для определения производственного потенциала экономики. С этой точки зрения важна функция финансовых услуг как источник получения информации о потенциальных инвестициях.

Азия – огромный регион, охватывающий большое разнообразие финансовых систем, с существенными различиями, вызванными в первую очередь отличительными особенностями экономических систем. С одной стороны, в ней присутствуют экономики развивающихся стран и стран с формирующимися рынками, где преобладают депозитарные и близкие к ним институты, в то время как институты присущие рынкам капитала – страховые компании, компании по управлению активами еще не получили развития, хотя определенные шаги в этом направлении предпринимаются. С другой стороны, здесь существуют страны с развитой экономикой, имеющие соответственно развитый банковский рынок и рынок капитала. Азия обладает рядом финансовых центров (Гонконг, Сингапур, Токио), которые по своим функциям давно вышли за рамки региональных и действуют как глобальные финансовые центры.

Значительные различия существуют и в весовых категориях отдельных сегментов финансового рынка, активно участвующих в мобилизации и перераспределении временно свободных денежных средств, хозяйствующих субъектов, государств и населения. Для многих развивающихся финансовых рынков азиатских стран характерны следующие моменты: относительно достаточное число кредитно-финансовых институтов; широкое участие в операциях и финансировании экономики государственных, смешанных или универсальных коммерческих банков, относительная ограниченность рынка ценных бумаг, низкая доля финансирования за счет облигационных займов, сравнительно низкая в ряде стран доля акционерного капитала. Вместе с этим, хотя в этих странах преобладающим сегментом является кредитный рынок, их все же нельзя полностью отождествлять с европейской моделью.

³ В данной работе использованы статданные по развивающимся и развитым странам Азии на основе статистики МВФ и МБРР

⁴ Hand Book of Economics Growth. Ed. By Ph. Aghion. Ch. 12 Ross Levine/ Finance and Growth: Theory and Evidence, 2005. Elsevier B.F.

Финансовые системы Азии сумели преодолеть неблагоприятные последствия азиатского кризиса. После этого, во многих странах проводились обширные реформы и реструктуризация финансовой системы, значительно улучшившие существующее положение.

Глобальный кризис 2008-2009 гг. не вызвал в Азии столь масштабных последствий в финансовой сфере, какие имели место в развитых странах. В основном проявились проблемы, связанные с недостатком валютной ликвидности, особенно долларовой, которая затем была преодолена заключением своповых соглашений Федеральной резервной службы (ФРС) с целым рядом центральных банков азиатских стран. Тем не менее, кризис вновь обозначил значимость финансовой системы, которая становится все более важным фактором, определяющим состояние экономики в целом. Во-первых, в результате глобального кризиса замедлился экономический рост, потребовались изменения в финансовой системе для более эффективного распределения ресурсов, способствующего формированию и развитию частного сектора. Во-вторых, экономическое развитие потребовало расширения доступа к финансированию всех слоев общества, что определяет динамизм экономики в целом. И в третьих, развитие сбалансированного финансового сектора необходимо для обеспечения стабильности рынка, что является одним из основных требований устойчивого развития.

В 2000-е годы финансовый сектор азиатских стран вышел на лидирующее место среди других групп развивающихся стран, несмотря на большой разрыв по отдельным позициям. Об этом свидетельствуют данные МБРР о финансовой структуре, характеризующие положение по основным сегментам финансового рынка, измеряемого для каждого региона мира.

Сравнивая финансовую глубину развивающейся Азии с другими развивающимися регионами, следует отметить, что ее финансовая система по основным инструментам – банковским вкладам, акциям и облигациям на рынке, по своим размерам больше, чем в других развивающихся регионах, а также больше чем у стран с высоким уровнем доходов, которые не являются членами ОЭСР. Развивающиеся страны Азии имеют банковскую систему, которая соответствует по банковским кредитам частному сектору, в среднем 60% ВВП, капитализации фондового рынка 71% ВВП, рынку государственных облигаций – на уровне 26% ВВП, а частным рынкам облигаций на уровне 20% ВВП.⁵ При сравнении показателей, характеризующих состояние финансовых рынков, становится ясно, что указанные сектора рынков выделяются по сравнению с другими группами развивающегося мира.⁶

Конечно, за средними показателями развитости финансовой системы скрывается огромный разрыв по финансовой глубине по отдельным субрегионам и финансовым инструментам. Особенно слабо развиты финансовые системы Океании и Центральной Азии, где они отстают во всем основным показателям. Финансовые секторы трех азиатских субрегионов – Восточной Азии, Юго-Восточной Азии и Южной Азии имеют более развитую финансовую систему, хотя и существуют значительные вариации по отдельным странам. Большая часть этого разрыва вызвана относительно продвинутой стадией развития финансовых институтов в Восточной Азии и Юго-Восточной Азии, особенно в Сингапуре и Гонконге. В то же время значительные отклонения от усредненных показателей свидетельствуют о том, что некоторые экономики в этих субрегионах намного ниже по уровню развития финансового сектора в сравнении даже со «средней» группой развивающихся стран.

В Азии, кризисные явления отличались в различных странах в зависимости от степени экономической и финансовой открытости, а также в зависимости от уровня внешнего спроса и кредита. Хотя большинство азиатских финансовых систем показали устойчивость к кризису, неизбежные изменения в посткризисном глобальном экономическом и финансовом ландшафте требуют вернуться к реформированию национальных финансовых секторов.

Несмотря на достигнутые к настоящему времени позитивные результаты, финансовый сектор региона продолжает сталкиваться с серьезными проблемами становления и развития

⁵ ADB. Asian Development Outlook 2015. <http://www.adb.org.openaccess.adb>

⁶ ADB: Financing Asia's Future Growth. March 2015

своих рынков, которые сильно различаются по своему охвату в зависимости от специфики стадий развития той или иной страны.

Во-первых, развитие финансового сектора и рынков региона отстает от движения реального сектора экономики, в целом ряде стран он не в состоянии в достаточной степени обеспечить необходимое финансирование и финансовые услуги для частного сектора. Слабые финансовые секторы и рынки накладывают существенные ограничения на экономический рост и развитие. Причем ситуация намного хуже, в странах с низким уровнем доходов, где размер финансовых активов намного меньше, даже при более высокой концентрации в банковском секторе. Кроме того, их банковские системы имеют очень ограниченное физическое присутствие в ряде отраслей, не в состоянии обеспечить достаточный доступ для населения к банковским услугам.

Во-вторых, финансовые системы региона все еще остаются структурно несбалансированными вследствие доминирования банковского сектора, что может в дальнейшем подорвать их структурную устойчивость и системную стабильность. Кризис 1997-1998 гг. выявил опасность чрезмерной зависимости от банковского кредитования, что снижало диверсификацию финансовых услуг и могло привести к нарушению финансовой устойчивости. Недостаточное развитие внутренних рынков капитала ограничивает рост альтернативных источников стабильного долгосрочного финансирования и тем самым увеличивает риски для нагруженной банковской системы от несбалансированности активов и пассивов по срокам и валюте. Отсутствие диверсификации в структуре капитала фирм и портфелях инвесторов может также ухудшить финансовое положение корпоративных балансов, если неблагоприятные экономические условия сократят инвестиционный спрос, что приводит к оттоку капитала и возникновению кредитного кризиса.

В-третьих, эффективное функционирование финансовых секторов и рынков ограничивается неразвитостью финансовой инфраструктуры, включая институциональную основу, нормативно-правовую базу и качественный уровень финансового законодательства. Во многих развивающихся странах региона основные ее элементы находятся еще на промежуточной стадии развития. Страны со средним уровнем дохода, такие как, например, Индия, Индонезия, Филиппины, Таиланд усиливают развитие финансовых инфраструктурных институтов, что повышает эффективность банковских операций и общественное доверие к банковской и финансовой системам. В то же время, для стран с низким уровнем дохода, базовая финансовая инфраструктура, в том числе необходимые правовые и институциональные основы и системы управления, остаются недостаточными.⁷

Высокая степень страновой и региональной фрагментации финансового сектора препятствует расширению финансовых рынков и услуг, возможности внутри региональной мобилизации сбережений для растущих инвестиционных потребностей. В то же время многие страны Азии имеют положительное сальдо платежного баланса по текущим операциям (около 1,7% ВВП),⁸ что позволяет экспортировать большое количество капитала даже странам с низким доходом в развитые экономики. С другой стороны, ряд региональных экономик, нуждающихся во внешнем финансировании для инвестиций, импортирует необходимые средства за пределами региона. Это отражает неспособность финансовых систем региона эффективно использовать излишки средств, в результате чего они остаются уязвимыми к колебаниям внешних кредитов и финансовых условий.

В развивающихся странах Азии имеет специфику и деятельность центральных банков. Центральные банки на практике часто руководствуются множественностью целей – как чисто монетарных, так и общеэкономических, в результате много внимания они уделяют вопросам экономического роста. Финансовый надзор недостаточен, сохраняется слабость финансовых секторов и рынков, особенно у стран с низкими доходами. Низкая способность центральных банков разрабатывать и проводить соответствующую денежно-кредитную политику, а также

⁷ Asian Development Bank. Asian development outlook 2015, pp. 70-71. <http://www.adb.org/openaccess.adb>.

⁸ Asian Development Bank. Asian development outlook 2017, p. 331. <http://www.adb.org/openaccess.adb>.

осуществлять эффективный надзор над деятельностью кредитных институтов часто выступает основным препятствием для развития финансовой системы во многих развивающихся странах в регионе.

Другим серьезным ограничением экономического роста является высокая долларизация в ряде развивающихся стран с низким уровнем доходов, таких, как Народно-Демократической Республика Лаос (Лаосская НДР), Камбоджа и Вьетнам. Использование в значительных количествах иностранной валюты наравне с национальной представляет собой серьезную угрозу для денежно-кредитной политики, лишает центробанк функции кредитора последней инстанции, увеличивает риск платежеспособности банков.⁹

Расширение ресурсной базы банков путем привлечения различных групп населения и диверсификации инструментов сбережений дает возможность предоставлять кредиты традиционно недостаточно обслуживаемым секторам, таким как малые и средние предприятия и домашние хозяйства, использования институциональных посредников, финансирующих малый и средний бизнес.

В последнее десятилетие получили большее развитие альтернативные источники, такие как фондовые рынки ряда азиатских стран (Китай, Индия, Южная Корея, Тайвань), но в первую очередь это касается рынка акций как источника корпоративного финансирования, в то время как рынок долга еще не получил надлежащего развития. Государственные и корпоративные долговые рынки еще не полностью функционируют во многих развивающихся странах региона.

Роль финансов в обеспечении устойчивого и сбалансированного роста региональной экономики значительно усиливается, по мере того как устойчивые депрессивные явления в развитых странах угрожают посткризисной глобальной экономической и финансовой стабильности. Сохраняются крупные риски вследствие увеличивающихся дефицитов бюджета, роста суверенного долга, а также незавершенности процесса реструктуризации банковского сектора в Европе и США. В этих условиях важно, чтобы и развивающиеся страны Азии смогли укреплять внутренние источники роста, в том числе (в зависимости от обстоятельств) увеличивать объем инвестиций и потребления, уменьшать искажения финансового рынка, повышать производительность труда в секторах услуг, совершенствовать системы социальной защиты, а также снижать ограничения на рост спроса.

В целом, финансовые рынки Азии имеют большой потенциал развития при условии их содействия быстрому росту в регионе. Значительные перемены в глубине финансовых рынков в посткризисный период произошли в наиболее экономически развитой ее части – Восточной и Южной Азии, о чем свидетельствуют данные Таблицы 1. По оценке МВФ, по мере углубления финансовых рынков доля финансовых активов стран Азии с формирующимся рынком в мировом ВВП может повыситься в 2023 г. с текущих 18% до 31%.¹⁰

Кредитные институты составляют основу финансовых систем стран Азии, которые прошли период коренных изменений после кризиса 90-х годов и последующего проведения программ по реструктуризации, часто с участием государства. В зависимости от их роли в экономике и места, занимаемого в финансовой системе, их можно разделить на две основные группы. К первой группе можно отнести банки и небанковские депозитные учреждения, которые являются доминирующими финансовыми институтами в Азии. Финансовая глубина совокупных активов составляет 270% ВВП. В структуре активов 56% активов приходится на банковский сектор региона, активы небанковских депозитных учреждений составляют 13%.¹¹ Существующие значительные расхождения в структуре и размерах депозитных учреждений определяются в том числе различиями в нормативной базе стран региона, где перевешивает то одна, то другая модель регулирования.

⁹ M. Kawai, E. Prasad. FINANCIAL REGULATION Emerging Market Perspectives. <https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2016/07/>

¹⁰ Дж.П. Уолш. «Будущее финансов Азии», «Финансы и развитие». Июнь 2014, стр. 19

¹¹ https://www.elibrary.imf.org/fileasset/misc/excerpts/future_asian_excerpt.pdf?redirect=tru%20E,%202012

Глубина финансовых рынков по регионам мира, в % к ВВП, 2016 г.

Регион	Банковская система	Рынок акций	Государственные облигации	Частные облигации
Развивающаяся Азия				
Восточная и Юго-Восточная Азия	194	66	28	43
КНР	215	71	21	54
Гонконг	211	995	35	15
Сингапур	135	207	26	10
Таиланд	169	105	27	43
Южная Азия	71	64	38	5
Индия	76	69	30	5
Развивающийся мир, кроме Азии				
Европа	59	34	13	5
Латинская Америка	77	43	22	5
Ближний и Средний Восток и Северная Африка	96	29	2	87
Африка к югу от Сахары	60	...	35	16
Страны с высоким уровнем дохода	210	138	36	40
США	242	167	83	92
Еврозона	154	64	47	38
Япония	367	100	192	58

Источник: Подсчитано по:

http://databank.worldbank.org/data/views/reports/ReportWidget.aspx?Report_Name=GFDD--1&Id=d04165f0¹²

Для большинства развивающихся стран Азии банковский сектор является первостепенным источником финансирования. Хотя по своим абсолютным размерам и величине финансовой глубины этот сектор значительно отстает от такового ведущих развитых стран с аналогичной моделью банковского сектора, он превышает по показателям другие развивающиеся и ряд развитых стран. Несмотря на высокие темпы экономического роста в этих странах (КНР, Республика Корея, Малайзия, Таиланд), этот показатель поддерживается на уровне более 120-150% и постоянно увеличивается. Таким образом, экономика многих азиатских развивающихся стран в целом не испытывает недостатка банковского кредитования.

Вторая по величине группа финансовых посредников в свою очередь распадается на две подгруппы: 1) пенсионные фонды и страховые компании и 2) финансовые компании, различные инвестиционные фонды и др. Все вместе они составляют около 31% активов финансовых институтов. Эти институты играют все большую роль в финансовом посредничестве, позволяя делать модель финансового рынка более диверсифицированной.

Финансовые посредники первой подгруппы получили развитие прежде всего в развитых странах Азии, где они являются более представительными по сравнению с таковыми в развивающихся субрегионах. Их активы соответствуют около 22% ВВП. В основном эти посредники ориентированы на операции на внутреннем рынке, где они черпают сбережения, за исключением Гонконга и Сингапура. Недостаточное развитие инфраструктуры этих компаний

¹² Банковская система—банковские кредиты частному и государственному сектору во всех отраслях экономики; рынок акций—капитализация акций; рынок государственных и частных облигаций—непогашенные облигации государственного и частного сектора, агрегированные показатели за 2015 г.

и ограниченные объемы притекающих средств являются одним из факторов неразвитости институциональных инвесторов и инвестиций в государственные облигации, в долевые и долговые бумаги частных компаний.

Вторая подгруппа включает финансовые компании, которые обеспечивают потребительское кредитование, компании по управлению активами, брокерские компании, и т.д. Эта группа компаний, развита относительно слабо, особенно по объему средств, основная их часть приходится на Китай (34% ВВП) и Японию (65% ВВП). Значительная их часть относится к так называемой «теневой кредитной системе». Помимо своей основной профилирующей деятельности, они осуществляют финансирование клиентов. Такая практика особенно развита в Китае, где банки стремятся проводить подобные операции отдельно от своих собственных балансов (см. График 1).

График 1

Аккумуляция средств финансовыми системами Японии, Китая и развивающихся стран Восточной Азии (в % к ВВП)

Источник: расчеты автора на основе:

<http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=world-development-indicators>

Новым импульсом расширения системы теневого банкинга явился период после мирового финансового кризиса 2008-2009 гг., сейчас на них приходится от 20 до 40% всех активов в странах Азии. В первую очередь активизировались институты по потребительскому кредитованию, в особенности жилья. В ответ на кризисные явления банки в Юго-Восточной Азии ужесточили правила кредитования, поставив потенциальных заемщиков перед необходимостью искать другие источники кредита. По имеющимся оценкам, более 30% потребителей не имели доступа к обычным формам кредитования, что обозначило благоприятные перспективы для развития теневого банкинга. Возникновение негативной процентной ставки, когда темпы инфляции выше, чем низкий процент, устанавливаемый центральными банками для стимулирования населения, поощряет расширение теневой банковской системы, поскольку заемщики готовы платить более высокие процентные ставки теневым банкам в обмен на относительную легкость доступа к кредитам и меньшим формальностям.

В результате произошедших структурных перемен банковские системы стран Азии стали характеризоваться по типу собственности следующими основными группами кредитных институтов (см. График 2):

- 1) государственные банки, особенно в странах со «смешанной экономикой»;
- 2) частные коммерческие банки, выполняющие различные функции в зависимости от их направленности, размеров капитала и т.д.;
- 3) иностранные банки.

Заметное место в странах Азии занимают государственные банки, на которые приходится значительная часть активов и которые имеют разветвленную филиальную сеть. Роль государственных банков является доминирующей в ряде стран, таких как Китай, Индия, Индонезия и Вьетнам. Центральные правительства и местные органы располагают собственными банками, финансирующими программы развития, депозитными банками, а также многочисленными сельскими кредитными институтами, которые успешно конкурируют с частными банками. После азиатского кризиса 1997 г. они были реструктурированы, укрепилась капитальная база, были выпущены облигации для рекапитализации, в то время как неработающие кредиты были переданы другим институтам. В то же время в результате проведенной консолидации уменьшилось число банков с сомнительными активами, усилилась конкуренция вследствие более диверсифицированного кредитного рынка и частичной приватизации.

Участие государства в финансовом секторе является значительным во многих азиатских экономиках. Оно осуществляется через прямое владение финансовыми институтами, оказание влияния на кредитное посредничество путем предоставления явных и неявных правительственных гарантий для поддержки финансовых институтов и повышения доступности кредита для МСП. Несмотря на то, что степень государственной собственности финансовых институтов значительно варьируется, в основных азиатских экономиках (за исключением Австралии, Гонконга, Сингапура и Новой Зеландии), доля контролируемых правительством банков, как правило, превышает одну треть совокупных активов кредитных организаций. В ряде стран государственная собственность распространяется частично на компании по ценным бумагам и страховые компании.

Наряду с непосредственным государственным владением депозитарными институтами или значительной частью их акционерного капитала государство оказывает самое непосредственное влияние на функцию финансового посредничества, стимулируя банковский сектор для реализации целей своей экономической политики, в первую очередь, направленную на поддержку экономического роста и обеспечение финансовой стабильности. Реализация этих целей осуществляется установлением общих условий кредитования, в особенности в тех странах, где денежно-кредитная политика в значительной мере не основана на изменении ставки процента (Китай), оказанием влияния на отраслевое распределение кредитов путем установления более низких коэффициентов риска для отдельных отраслей, содействия кредитованию путем предоставления гарантий через специализированные институты. Наряду с этим активизируется система мониторинга оценки рисков, регулярно публикуются отчеты о финансовом состоянии отдельных секторов и на основании этого осуществляются структурные меры по укреплению финансовой стабильности. Правительства оказывают поддержку банковскому сектору в период депрессивного состояния экономики путем выделения дополнительной ликвидности и другими мерами.

О степени участия государства в банковских структурах говорит доля активов, принадлежащих банкам, в которых большая часть капитала принадлежит правительству. В Азии доля активов таких банков особенно высока в КНР (90%), Индии (74%), Шри-Ланке (59%), и в меньшей степени во Вьетнаме (49%). Государственная собственность занимает

промежуточное положение в Индонезии (38%) и Республике Корея (22%), низка в Таиланде (18%), на Филиппинах(13%), и отсутствует в Малайзии.¹³

График 2

Структура собственности банковского сектора Азии
(по активам за 2012-2013 гг., в %)

Источник: По данным “Bank Ownership: Trends and Implications”, pp. 48-49, IMF working papers, WP/17/60, March 2017

Частные коммерческие банки многих стран Азии создавались на базе бизнес-групп, оказывающих большое влияние на внутреннюю политику государства. Начав свою деятельность в нефинансовом секторе, они, благодаря льготам со стороны государства, в том числе в области обменного курса, доступу к дешевому низкорисковому финансированию со стороны государственных банков и внешних заимствований, быстро расширяли сферу своих операций, чтобы стать гигантскими конгломератами, как, например, чеболи в Южной Корее. Аналогично универсальным банкам в Германии и Японии, частные банки в Индонезии занимаются не только розничной и оптовой коммерческой и инвестиционной банковской деятельностью, но, кроме того, имеют тесные отношения с аффилированными коммерческими предприятиями, которые характеризуются перекрестным владением ценными бумагами и общими директорскими местами

Иностранные банки усилили свои позиции на азиатском рынке в основном после азиатского финансового кризиса, когда во многих странах им было разрешено официально участвовать во внутренних операциях, создавая собственные филиальные сети, а также приобретать местные банки в процессе приватизации, слияний и поглощений. После решений ВТО по отраслям финансовых услуг, иностранцы получили возможность владеть почти ста процентами обыкновенных акций местных банков во многих странах Азии. В настоящее время иностранные банки и совместные банки с иностранным капиталом контролируют в Индонезии 12% банковских депозитов и более 14% коммерческого кредитования банковского сектора в Китае. Иностранные банки активно конкурируют с местными банками, используя передовые

¹³Robert Cull, Maria Soledad Martinez Peria and Jeanne Verrier. Bank Ownership: Trends and Implications, pp. 48-49, IMF working papers, WP/17/60 , March 2017

технологии по кредитным операциям и при оценке риска, которые помогают снизить банковские спреды и повысить эффективность и надежность.

Но, несмотря на определенное усиление позиций иностранных банков, доля иностранной собственности локально объединенных банков относительно не велика, и составляет около 3% совокупных активов финансовых институтов. Исключение составляют Гонконг и Новая Зеландия, где в банковской системе преобладают английские и австралийские банки. Многие иностранные банки действуют как филиалы в Азии, однако там, где их операции являются крупными, иностранные банки создают свои дочерние компании, которые подлежат такому же регулированию и надзору как отечественные банки. В ряде стран Азии, местные органы власти в качестве ограничительной меры требуют, чтобы иностранные филиалы банков поддерживали уровень капитала, соответствующий основным банковским структурам. Наиболее сильное присутствие в Азии среди зарубежных банков имеют Citigroup, HSBC и Standard Chartered Bank.

Удельный вес банков, относящихся к иностранной собственности исключительно высок в Индонезии (26%), Малайзии (18% банковских активов). Иностранная собственность находится в промежуточном диапазоне от одной четверти до половины в Южной Корее и крайне низка в КНР, Индии и Таиланде (ниже 10%). За исключением двух стран, КНР и Индии, не отмечается корреляция между уровнем капитализации банков (отношение капитала/активам) и степенью иностранной собственности.¹⁴

Ниже приводятся данные (см. Табл. 2), в общем виде характеризующие динамику ряда показателей деятельности системы финансовых институтов. Динамику банковских активов депозитных банков по 13 основным рынкам Азии и Океании, можно характеризовать как весьма высокую по таким странам как Вьетнам, Республика Корея, Индия, КНР и Шри-Ланка, в то время как по остальным странам, кроме Индонезии, отмечаются уровни ниже среднего. Примечательно снижения уровня активов в Японии благодаря бурным темпам роста в 90-е годы и «расчистки» в этот период большинства банковских активов.

Достаточная высокая капитализация банков обнаруживается при рассмотрении другого показателя – простого отношения капитала к активам. Рассчитывается отношение банковского капитала и резервов, отнесенных к общей сумме активов, что свидетельствует о способности банковских структур поддерживать свои активы, т.е. более высокое отношение капитала к активам усиливает платежеспособность банков и их устойчивость при возникновении неожиданных потерь. Эти показатели выше (10,8% для Восточной Азии и 8,2% для Южной Азии), чем данные в среднем по развитым странам с высоким доходом в 2015г. (7,8%), в первую очередь Германии – 5,9%, Японии – 5,8% и Австралии – 6,3%, в т.ч. по отдельным странам Азии: Индонезия – 13,6 %, Малайзия – 10,5%, Таиланд – 10,0%. Гонконг – 9,5%, Сингапур – 9,4%.¹⁵

Среди стран с формирующейся рыночной экономикой, КНР и Индия, имеют наиболее низкие коэффициенты (Индия – 7,2%, Китай – 8,4%), что в частности связано с тем, что большая часть банковской системы относится к государственному сектору и может рассчитывать на его поддержку. В Японии и Австралии низкий уровень этого показателя следует отнести к кредитной политике банков, стремящихся максимально ограничить возможные риски. В США же этот показатель в 2 раза выше, чем в Японии и Германии (11,7%) что в определенной степени, отражает разницу в методах подсчета для Западной Европы и Японии (МСФО) и Соединенных Штатов (ГААП), которые предполагают включение в этот показатель всего реального капитала.

¹⁴Robert Cull, Maria Soledad Martinez Peria and Jeanne Verrier.3 Bank Ownership: Trends and Implications, pp.48-49,IMF working papers, WP/17/60 , March 2017

¹⁵ The World Bank, Global Financial Development Report, 2016/2017, Statistical Appendix

Таблица 2

Макроэкономические показатели деятельности банковского сектора стран Азии

	Банковские активы депозитных институтов(в % к ВВП)		Концентрация активов 5 крупнейших банков (в %)		Капитал банков/активы (в %)		Кредиты государственным предприятиям (в % к ВВП)		Активы небанковских финансовых институтов (в % к ВВП)	
	1995г.	2015г.	1995г.	2015г.	1995г.	2015г.	1995г.	2015г.	1995г.	2015г.
Восточная Азия и Океания	30,3	55,4	н.д.	н.д.	8,2	10,8	2,9	19,1	н.д.	н.д.
Вьетнам	19,9	118,1	100,0	57,0	н.д.	8,7	1,9	16,1	н.д.	н.д.
Индонезия	51,4	37,0	62,0	56,5	н.д.	13,6	3,7	3,3	н.д.	н.д.
КНР	79,4	153,4	82,3	52,5	н.д.	8,4	1,7	16,2	н.д.	н.д.
Республика Корея	45,9	144,7	68,5	83,3	16,9	н.д.	1,5	10,2	6,7	н.д.
Малайзия	116,1	130,4	57,7	73,3	н.д.	10,5	5,9	15,5	н.д.	н.д.
Таиланд	84,6	126,5	95,9	94,4	5,9	9,2	10,3	12,1	н.д.	48,7
Филиппины	41,6	54,3	н.д.	63,7	н.д.	10	10,3	15,3	7,7	н.д.
Шри-Ланка	22,9	43,0	н.д.	78,8	н.д.	7,9	3,5	24,3	н.д.	н.д.
Южная Азия	23,9	47,3	н.д.	н.д.	н.д.	8,1	5,5	16,2	н.д.	12,1
Индия	31,7	69,3	76,2	45,3	н.д.	7,2	10,3	20,0	н.д.	н.д.
Развитые страны	65,0	101,0	н.д.	н.д.	7,8	8,0	12,4	15,4	10,5	6,6
Австралия	71,0	131,0	62,5	94,2	н.д.	6,3	6,2	4,5	н.д.	6,5
Германия	126,3	96,6	78,2	83,8	н.д.	5,9	29,8	19,0	5,0	12,0
Гонконг	150,6	249,2	90,1	77,8	7,7	9,5	5,1	39,0	н.д.	н.д.
Сингапур	97,8	155,2	88,6	95,3	4,9	9	12,6	26,9	12,2	6,2
США	52,3	60,2	23,2	46,5	н.д.	11,7	7,9	10,2	101,6	159,7
Япония	240,0	165,5	64,5	62,0	4,9	5,8	70,2	62,0	39,7	144,7

Источник: составлено по базе IMF International Financial Statistics, WorldBankDatabase.databank.worldbank.org/data/Databases.aspx

В значительной части развивающихся стран Азии существенно большая доля активов приходится на несколько крупнейших банков. На пятерку крупнейших банков в 2015 г. приходилось 95,3% всех активов в Сингапуре, 78,8% – в Шри-Ланка, 77,8% – в Гонконге, 73,3% – в Малайзии, 62,0% – в Японии, а в целом этот показатель превышает 40%. Концентрация банковских активов в пяти крупнейших банках предполагает довольно большие риски банковской системы, в связи с наличием крупных институтов «слишком больших, чтобы обанкротиться». Хотя эти показатели для многих стран еще не соответствуют показателю GSIB (Глобальные системно значимые банки) по Базелю III, они становятся одним из важнейших факторов, определяющих развитие их экономик.

В последние десятилетия в странах с высоким и средним уровнем доходов получает все большее развитие интеграция посреднических функций (банковской, страховой, инвестиционной, консультационной), что приводит к созданию крупных посредников –

финансовых конгломератов, предоставляющих в комплексе как банковские, так и небанковские финансовые услуги. Следуя мировой тенденции, они усиливают конкурентоспособность на рынке финансовых услуг.

Значительная и все увеличивающаяся доля финансирования приходится на предприятия государственного сектора, удельный вес которых вырос за 1995-2015 гг. с 2,9% до 19,1% в Восточной Азии и с 5,5% до 16,2% в Южной Азии. Несмотря на жесткую критику со стороны экономистов международных финансовых организаций в отношении их рентабельности, в целом ряде стран они работают эффективно, определяя лицо национальной экономики и являясь ее основой.

Глава II. Банковское посредничество в обеспечении устойчивого экономического роста

Кредитование коммерческим банкам и частного сектора в Азии с конца 90-х годов прошло два основных периода: снижение в 1997-2007 гг. и быстрый рост в 2008-2016 гг. Первый этап явился во многом следствием азиатского финансового кризиса, особенно в странах с формирующимся рынком, которые наиболее сильно пострадали от кризиса. В этот период кредитование частного сектора сократилось на 3,0% в развивающейся Азии и на 18,5% во всех странах Азии, что определялось, прежде всего, снижением объема кредитования в развитых странах Азии. На втором этапе, с 2008 по 2016 гг., этот показатель в развивающихся странах Азии заметно вырос, что явилось серьезным контрастом с европейскими развитыми странами и США, переживающими период кредитного застоя. В то же время в Азии образовалось серьезное расхождение в росте кредита по группам развитых и развивающихся стран. В результате, если по группе развивающихся стран увеличение составило 41%, то в целом по всей группе азиатских стран всего 11%, что определялось более низкими темпами кредитования в развитых странах Азии. Так, например, в Японии, данный показатель в течение длительного периода находился на одном и том же уровне – 180% ВВП. Таким образом, этот процесс определялся растущим спросом на кредитные ресурсы в развивающихся странах Азии в период быстрых темпов развития экономики, в то время как в развитых странах на фоне медленных темпов экономического подъема кредит достиг определенной стадии насыщения.

Банки, поддержанные большим объемом розничных депозитов, и небанковские финансовые институты остаются доминирующим источником кредита частному сектору, что составляет, по нашим оценкам, 60% общего объема финансирования в развивающейся Восточной и Юго-Восточной Азии на конец 2015 г. На финансирование за счет выпуска и продаж акций, облигаций и трансграничного банковского кредитования приходилось соответственно 26%, 4% и 10% от общего объема поступающих средств.¹⁶

Основными характеристиками кредитного посредничества банками являются следующие:

- выданные кредиты местными банкам и частному предпринимательскому сектору странам Восточной Азии в 2017 г. составили 141,8% ВВП, странам Южной Азии значительно меньше – 45,7%. Общий объем выданных банками и другими финансовыми институтами кредитов по отношению к ВВП отдельных стран определялся в КНР – 155,8%, Гонконге – 203,8%, Малайзии – 123,9%, Сингапуре – 127,9%, Индии – 49,5%, Индонезии – 33,4%. Банки направляют 60% от их общего объема средств, не относящихся к межбанковским операциям, в качестве кредитов корпоративному частному сектору. В то же время в ряде стран кредиты госсектору и нерезидентам остаются важным каналом финансирования в некоторых странах. В частности, индийские и японские банки накопили значительные объемы государственных облигаций, что составляло четверть от общей суммы требований, относящихся к межбанковскому кредитованию. Банки в Гонконге и Сингапуре держат значительные иностранные активы, на которые приходится 60% и 35%, соответственно, от общего объема требований, не относящихся к межбанковским кредитам.

- основой расширения банковского кредитования в странах Азии, являлось увеличение депозитов по мере того, как страхование депозитов и гарантии сделали этот канал более привлекательным для вкладчиков. Одним из ключевых показателей потенциала финансовых рынков является растущая степень личных сбережений, сосредоточенных в банковских депозитах, на долю которых приходится 44% активов домашних хозяйств в Азии. Для сравнения в Европе и Северной Америке банковские депозиты составляют соответственно 30% и 14% от общего богатства домашних хозяйств.¹⁷

¹⁶ Подсчитано по <https://data.worldbank.org/products/wdi>

¹⁷ <http://www.morganstanley.com/ideas/asian-financial-markets>

Соотношение банковских кредитов к депозитам было для Восточной Азии – 95,0%, Южной Азии существенно меньше – 78,5%. Большие объемы розничных депозитов помогли азиатским банкам справиться с нехваткой ликвидности в условиях мирового финансового кризиса. Это сыграло важную роль для позиционирования азиатских банков с точки зрения соответствия требованиям Базеля III по ликвидности, по сравнению со странами Европы и Северной Америки.

Кредитование корпоративных клиентов, как правило, перевешивает потребительское кредитование в Азии. Банки в Китае, Индии и на Филиппинах выделяли около 80% кредитования частного сектора нефинансовым фирмам на конец 2012 г. Понеся большие потери из-за неспособности больших корпоративных заемщиков во время азиатского финансового кризиса, деятельность банков в некоторых странах (Индонезия, Южная Корея, Малайзия и др.) временно сместилась в сторону кредитования домашних хозяйств в 2000-2005 гг.¹⁸ Но поскольку стали расти риски на рынках жилья, регулятивные органы применили макропруденциальные и налоговые меры для сдерживания этого расширения, что способствовало восстановлению доли корпоративного кредитования после 2006 г.

Фондовые рынки стран Азии резко расширились в последние несколько лет и во все большей степени коррелируют с фондовыми рынками промышленно развитых стран, хотя статистически четко не определяется, стали ли они более весомым по отношению к традиционным источникам финансирования (см. Глава III).

Показатели финансирования за счет акций, свидетельствуют о том, что эта форма финансового посредничества имеет довольно большое значение в качестве источника финансирования для большинства фирм развивающейся Азии, что вытекает из средних агрегатов для стран Восточной Азии – 66,3% и в меньшей степени для стран Южной Азии – 61,29%. Наиболее высокие показатели у Малайзии – 121,3%, Таиланда – 105,1%, Южной Кореи – 88,7% и Филиппин – 78,6%.

Хотя банковский кредит остается основным источником корпоративного финансирования, другим источником финансирования фирм становится облигационное финансирование. Отношение корпоративных облигаций в местной валюте к ВВП увеличилось в Восточной Азии почти в четыре раза – от 0,88% ВВП в 2000 г. до 3,28% ВВП в 2015 г. и в пять раз в Южной Азии – с 0,12% ВВП до 0,62% ВВП. Росту рынков корпоративных облигаций в Азии способствовали различные факторы, включая регулятивные инициативы, предполагаемый потенциал прибыли, разницу в процентных ставках, и растущий интерес со стороны иностранных инвесторов. Вместе с тем, необходимо отметить, что если для стран Южной Азии имело место определенное увеличение, то для стран Восточной Азии имело место некоторое снижение отношения корпоративных облигаций в период после глобального финансового кризиса (см. Главу III).

В некоторых странах Азиатско-Тихоокеанского региона, в частности в Южной Корее и Новой Зеландии, в банковском секторе наблюдался заметный рост чистых иностранных обязательств в течение 2001-2008 гг. В целях предотвращения избыточной зависимости от международного оптового фондирования с тем, чтобы удержать риск системной ликвидности на нормальном уровне эти страны ввели дополнительные макропруденциальные меры (Республика Корея – в августе 2011 г., Новая Зеландия – в апреле 2010 г.).

В дальнейшем, хотя Азия столкнулась с большим сокращением финансирования международными банками в ходе глобального финансового кризиса, многие азиатские страны, в отличие от стран с формирующимся рынком в Европе оказались в состоянии выдержать внезапную остановку кредитования, поскольку смогли заместить его другими источниками финансирования.¹⁹

¹⁸ M S Mohanty and Philip Turner .Banks and financial intermediation in emerging Asia: reforms and new risks .BIS Working Papers, No 313, June 2010, pp.11-12

¹⁹ <http://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2016/12/31/Grappling-with-Crisis-Legacies>

В целом, прямое трансграничное банковское кредитование, как внутрорегионального, так и межрегионального характера занимает все большее место, хотя рост местных рынков облигаций после азиатского финансового кризиса дает возможность удерживать его на достаточно ограниченном уровне. В 2015 г. в Восточной Азии, трансграничные банковские кредиты составляли около 10,3% от ВВП. В абсолютных цифрах сумма задолженности по ним, составляла на середину 2016 г. 328,7 млрд. долл., в т.ч. наибольшая сумма долга приходилась на Китай – 168,1 млрд. затем Южная Корея – 14,0 млрд. долл. и Малайзия – 12,2 млрд. долл.

В условиях быстрого развития информационных технологий (ИТ) азиатские банки все сильнее вовлекаются в интенсивную конкуренцию. Традиционно банки использовали технологии для улучшения своих продуктов и повышения эффективности, но сегодня банки уделяют приоритетное внимание повышению градации технологической инфраструктуры в финансовой системе. Технологии открыли новые продукты и услуги, рынки и оперативные каналы доставки для банковской отрасли. В эпоху глобализации банковских связей повышение степени технологической оснащенности непосредственно сопряжено со снижением стоимости и диверсификацией переводов и платежей глобальных средств.

Согласно оценке исследовательского центра Gartner, расходы банков Азиатско-Тихоокеанского региона на информационные технологии в 2017 г. достигли 67,1 млрд. долл., что на 5,4% больше, чем ранее. Эта оценка включает общие внутренние затраты на ИТ банков и расходы на системы центров обработки данных, технические устройства, программное обеспечение и телекоммуникационные услуги. Крупнейшим рынком ИТ является Япония, но по темпам роста она уступает целому ряду стран АТР. Сегмент программного обеспечения растет самыми быстрыми темпами на уровне 8,5% в 2017 г., поскольку фирмы в банковской сфере и индустрии ценных бумаг больше инвестируют в приложения, инфраструктуру и программное обеспечение, ориентированное на вертикальную интеграцию компаний.

Вместе с тем, в современный период обозначился новых виток конкуренции в технологических областях, который происходит между банковскими и небанковскими институтами стран Азии. Новой областью конкуренции в Азии стало применение финансовых технологий, как уже с действовавшими нефинансовыми институтами, так и стартапами, стремящимися на базе более низких издержек улучшить и оптимизировать предоставление финансовых услуг. Появление этих игроков привнесло значительную трансформацию в финансовую систему и стало в определенной степени реальной угрозой крупным банковским структурам, которые недостаточно быстро шли на внедрение технологических новшеств в данной области.

Компании, занятые в сфере финансовых технологий, стремятся обеспечить новые приложения и процессы, продукты и бизнес модели в сфере финансовых услуг, которые имеют отличие от традиционно предоставляемых каналов и инструментов. В наибольшей степени развитие финансовых технологий в странах Азии привело к изменению банковских услуг в следующих областях:

- 1) Платежи и переводы. Происходит смена традиционной модели и компании начинают предлагать различные виды инновационных услуг. Эти изменения обеспечены рядом факторов, в первую очередь высокими темпами распространения смартфонами в Азии, обеспечивающими перспективы для новых видов платежных услуг, а также позиционированием азиатского рынка как крупнейшего по доходам платежных систем. Рост электронной коммерции, которая использует смартфоны, приводит к изменению характера розничных платежей, которые используются как универсальные инструменты оплаты как для личных целей, так и онлайн-транзакций. Почти половина мобильных розничных транзакций электронной торговли приходится на Китай. Многие небанковские компании предлагают цифровые копилки, которые позволяют клиентам хранить средства и оплачивать товары и услуги как в режиме онлайн, так и непосредственно наличными средствами.

- 2) Потребительское и бизнес-кредитование. Кредит финтех охватывает широкий спектр альтернативных моделей финансирования, включая «кредитование на рынке» и балансовое

кредитование. Кредитование на рынке, также обычно называемое одноранговым кредитованием, наиболее часто применяется в Азии, оно включает онлайн-платформы, которые соединяют индивидуальных и институциональных инвесторов с заемщиками. Согласно совместному докладу об альтернативном контроле бенчмаркинга Кембриджского центра по альтернативным финансам (ССАФ), бизнес-школы Университета Сиднея и Высшей школы университета Цинхуа, финтех кредитование в Азиатско-Тихоокеанском регионе в 2015 г. превысило 102,8 млрд. долл. Как и в отношении платежей, Китай является основным фактором роста финтех кредитования в Азии, обеспечивая почти 99% объема платежей.

Одной из основных задач, которые стоят перед финансовой системой этих стран является доступность финансовых услуг для таких традиционно недооцененных секторов, как домохозяйства с низким уровнем доходов и МСП. Для этого банки должны расширять предоставление финансовых услуг наименее обеспеченным категориям населения и бизнеса, находящимся за пределами обслуживания крупных и средних банков из-за несоответствия стандартам финансирования, причем это касается не только обслуживания населения и субъектов бизнеса, не имеющего доступа к банковским услугам в силу недостаточного дохода, небольшого размера требуемых кредитов или нехватки залогового обеспечения, но и развития банковской инфраструктуры в местах их проживания и деятельности. Для развивающихся стран с низким уровнем доходов, усиливается необходимость укреплять банковские системы и расширять доступ населения к основным финансовым услугам, уделяя особое внимание повышению роли микрокредитования.²⁰

Многие развивающиеся страны Азии не могут обеспечить макроэкономические условия, необходимые для направления внутренних сбережений в низкодоходный и долгоокупаемый производственный сектор. В условиях временного и структурного несовпадения активов и пассивов при финансировании долговременных производственных проектов и инфраструктуры, ограничения возможностей более быстрой отдачи на краткосрочных рынках капитала создают серьезные препятствия для расширения производственного и инфраструктурного потенциала. В результате эти страны испытывают громадный недостаток ресурсов для финансирования МСП, хотя последние являются основными секторами развития производства и создания рабочих мест.

В то время как объем кредитования корпоративного сектора существенно возрос, ограниченный доступ к финансированию азиатских МСП остается структурной проблемой. Банковские кредиты МСП составляли в среднем 11,6% и 18,7% от ВВП от общего объема банковского кредитования в регионе, при этом имеет место тенденция к сокращению после глобального финансового кризиса 2008-2009 гг. В развивающихся странах Азии менее 24% МСП имеют доступ к кредитным линиям, по сравнению с 39% в Латинской Америке и 30% в развивающихся странах Европы.²¹ Особенно заметны эти финансовые ограничения в Китае, где менее 14% МСП имеют доступ к банковским кредитным линиям.

В ряде стран финансовый доступ МСП постепенно улучшается из-за правительственных мер, таких как кредитные гарантии (Япония, Южная Корея), обязательное кредитование (Индонезия, Филиппины), а также совместные инвестиции для стартапов (Сингапур). Углубление рынка капитала расширило диапазон компаний, но до сих пор использование финансирования в значительной степени ограничивается относительно крупными компаниями.

Некоторые азиатские страны с формирующейся рыночной экономикой развивают финансовые инфраструктуры, которые могут содействовать модернизации малого и среднего бизнеса, в том числе созданию кредитных информационных систем на Филиппинах и подвижных регистраторов обеспечения финансирования в Китае. Макропруденциальные инструменты также используются более широко в Азии, чем в других регионах. Особенно это касается мер, связанных с рынком жилья, таких как ограничения на суммы кредита к стоимости

²⁰ Демиргюч-КунтАшли, Бек Торстен, Хонован Патрик. Финансовые услуги для всех? Стратегии и проблемы расширения доступа. Альпина Паблишер. Москва. 2011. 308 р.

²¹ Asia SME finance monitor 2014. Asian Development Bank, 2015

и верхние пределы соотношения от обслуживания долга к доходу (например, Китай, Гонконг, Индия, Индонезия, Южная Корея, Малайзия, Сингапур и Таиланд). Эти инструменты помогают улучшить условия ипотечных кредитов и замедлить рост цен на жилье.²²

Одной из причин недостаточного охвата банковскими структурами населения с низким уровнем доходов является слабое развитие микрофинансовых услуг для субъектов малого бизнеса и малообеспеченных слоев населения. Только 45% взрослых в развивающихся странах Азии имеют банковские счета, по сравнению с более чем 95% в развитых странах Азии. Например, в Китае дебитовые карты имеют 48% взрослого населения, в то время как в Гонконге – 70%. Городские жители в развивающихся странах Азии, как правило, имеют более широкий доступ к банковским услугам, чем сельские жители.

Финансовый учет для физических лиц в развивающихся странах Азии отстает по сравнению с таковыми в других регионах, но мобильная технология может в корне изменить ситуацию. В последнее время рост мобильных технологий значительно улучшил положение во многих странах Азии. Мобильный банкинг превратился в удобный способ управления платежами и переводами средств, и в тоже время он открывает новые возможности для банков, чтобы охватить банковскими услугами клиентов при низких предельных издержках.

До начала мирового финансового кризиса (2008-2009 гг.), финансовые системы Азии в целом были менее сложными по сравнению с таковыми в зоне евро и США, в них отсутствовали многие структурные особенности, определившие затем развитие глобальных кризисных явлений. Для азиатского финансового сектора характерной была модель развития, основанная на общем преобладании коммерческих банков, при этом они продолжали полагаться на традиционные сферы деятельности, такие как прием вкладов и выдача кредитов, а не на более сложные формы участия на финансовом рынке, присущие, в частности, инвестиционному банкингу.²³ Финансовый сектор характеризовался относительно невысокой по сравнению с развитыми странами долей заемных средств и был в значительной степени менее подвержен влиянию сложных и непрозрачных структурированных финансовых продуктов. Теневая банковская система играла лишь незначительную роль, а банковская система и небанковские финансовые институты были слабо взаимосвязаны.²⁴

Небанковское финансовое посредничество расширило диверсификацию финансовых продуктов, что привело к дополнительному распределению рисков, и в целом повысило финансовую глубину и увеличило доступ к финансам. За период с 2001 г. по 2015 г. отношение небанковских активов к ВВП в странах Азии выросло с 15% до 33%. Однако слабый контроль деятельности в этой сфере несет с собой нарушение основ финансовой стабильности и возможный ущерб реальной экономике. В результате быстрого роста небанковского кредитования в некоторых азиатских странах возрастает опасность возникновения рисков. В Китае, например, банковские требования к небанковским финансовым учреждениям выросли примерно на 50% в течение 2012-2013 гг.

В регионе прослеживается увеличение объема взаимных операций между теневыми институтами и традиционными банками. Отказ от традиционных банковских каналов и замена их каналами небанковских посредников связаны с отсутствием традиционных банковских средств для мелких и средних институтов. В частности, в Восточной Азии денежные рынки активно используются мелкими и средними банками, чтобы финансировать свою деятельность.²⁵ С другой стороны, если до кризиса теневой сектор получал гарантированные частные трансферы ликвидности, то при падении конкурентоспособности частного сектора теневому сектору приходится рефинансироваться у государственных и частных банков. Использование структурированных валютных производных азиатских валют, в частности, опционов в оффшорных валютах, также показывает рост. Валютные производные

²² Mortgage Lending and Financial Stability in Asia .Peter J. Morgan and Yan Zhang.No. 543. Asian Development Bank, August 2015, pp.4-8

²³<https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2016/12/31/Global-Financial-Stability-Report-April-2012-The-Quest-for-Lasting-Stability>, pp. 38-40

²⁴ Kathuria, Rajat, Nagpal, Neetika Kaushal (eds.). Global Economic Cooperation: Views from G20 Countries. Springer India, New Delhi: 2016. p. 207

²⁵ Global financial stability report, p. 40. International Monetary Fund, 2011

обеспечивают возможность хеджировать валютные риски, но некоторые экзотические контракты могут их существенно увеличить.

Наряду с этим, еще одним из источников денежных потоков в Азии выступают биржевые фонды (ETF), активы под управлением, объемы торгов которых растут быстрыми темпами. В Азиатско-Тихоокеанском регионе Япония, Китай и Южная Корея являются ключевыми внутренними рынками, которые определяющими положение в этой отрасли в регионе. Подавляющее большинство ETF в Азии это обычные фонды, которые предоставляют инвесторам недорогой и эффективный способ доступа к различным классам активов. Но по мере усиления спроса на ETF, растет сложность финансовых продуктов и аппетит инвесторов к рискованным ETF, например, к ETF на основе строго заданных границ доходности (метод синтетической репликации). Рост возможностей кредитования ценными бумагами может увеличить системный рычаг и в периоды неопределенности негативно сказаться на ликвидности и способности акционеров выкупить их. Непрозрачные ETF могут создать риски, аналогичные тем, которые создавали многие структурированные финансовые инструменты до мирового финансового кризиса. Значение этих рисков усиливается в последние годы, поскольку интеграции экономик и финансовых систем Азии становится стимулирующим фактором роста ETF.

Трансграничные кредиты корпораций, дальнейшее усиление взаимозависимости рынков ценных бумаг, межстрановая деятельность банков будет способствовать перетоку части сбережений из более развитых азиатских стран в менее развитые. В то же время процессы усиливающейся региональной интеграции, связанные с расширением комплексных финансовых услуг, потребует от участвующих компаний нейтрализовать возникающие валютные и кредитные риски, а взаимосвязь рынков акций и облигаций потребует более современных методов хеджирования и покрытия валютных рисков.

Рассмотрим структурные профили посредничества в финансировании частного сектора в крупных странах Азии с формирующейся рыночной экономикой. основным категориям финансового рынка (см. Табл. 3).²⁶ Таблица включает три категории финансовых источников: кредиты местных банков и недепозитных финансовых учреждений, размещение корпоративных облигаций и прочих долговых обязательств, капитализация ценных бумаг на организованных фондовых рынках.

Несмотря на возможное завышение удельного веса долевого финансирования при оценке общей рыночной капитализации, таблица позволяет объективно классифицировать тип структуры финансового сектора в каждой экономике. Рынки рассматриваемых стран определены как имеющие низкий (Н), средний (С) и высокий (В) уровень финансового посредничества в зависимости от того, составляет ли общая сумма трех категорий менее 100% от ВВП, от 100 до 200% ВВП, или выше. Положение страны классифицируется по относительной значимости каждой группы финансового рынка. Если банковские кредиты превышают половину суммы для трех категорий, то финансовый рынок классифицируется как "преимущественно банковская система" (Б). При финансировании за счет облигаций плюс рыночная капитализация акционерного капитала свыше половины от общей суммы до ее двух третей финансовый рынок классифицируется как "диверсифицированная система" (Д), выше как фондовая.

²⁶ William R. Cline. The Financial Sector and Growth in Emerging Asian Economies. (PIIE). Working Paper. March 2015. pp.15-5.

Структура финансирования частного сектора стран Азии, в % к ВВП, 2016 г.

Регион, страна	Кредиты частному сектору	Облигации частного сектора	Акции (капитализа ция)	Всего	Глубина рынка	Тип финансовог о рынка
Восточная Азия	143,8	3,3	66,3	213,4	В	Б
Вьетнам	123,8	0,1	32,3	156,2	С	Б
Индонезия	37,4	0,6	45,6	83,6	Н	Д
Камбоджа	81,4	н.д.	н.д.	81,4	Н	Б
КНР	156,8	6,4	65,4	228,6	В	Б
Республика Корея	143,0	2,1	88,7	233,8	В	Б
Малайзия	125,2	3,1	121,3	249,6	В	Д
Таиланд	113,5	3,5	105,1	222,1	В	Б
Филиппины	44,7	1,2	78,6	124,5	С	Д
Южная Азия	45,7	0,6	61,2	107,5	С	Д
Индия	49,5	0,7	71,5	121,7	С	Д
Развитые страны	144,5	1,9	119,1	265,5	В	Б
Австралия	142,5	1,6	88,4	232,5	В	Б
Германия	77,2	2,7	49,3	129,2	С	Б
Гонконг	203,8	3,5	995,4	1 202,7	В	Ф
Сингапур	127,4	2,3	206,2	335,9	В	Д
США	192,5	4,9	146,8	344,2	В	Б
Япония	161,7	1,5	100,1	263,3	В	Б
http://databank.worldbank.org/data/databases.aspx						

Как следует из таблицы, глубина финансового посредничества развитых стран значительно выше, чем у развивающихся рынков. Но при рассмотрении положения по отдельным странам региона становятся очевидными существенные отклонения от усредненного показателя. Общая глубина финансового посредничества оказывается низкой в Южной Азии, Индонезии и Камбодже, хотя при анализе полного списка стран Азии это число намного больше. Высокий порог посредничества достигается в четырех азиатских странах с формирующейся рыночной экономикой (КНР, Малайзия, Южная Корея, Таиланд), при этом общий уровень, например, у Малайзии во многом определяется значительной капитализацией рынков акций.

В последнее десятилетие изменение модели финансового сектора у стран региона по видам привлекаемых средств становится особенно заметным. Для пяти стран характерно доминирование кредитных ресурсов в частном секторе: Япония, КНР, Австралия, Республика Корея, Камбоджа, но у других стран кредиты составляют менее 50% от итоговых значений финансового посредничества. Наличие долевого и долгового финансирования (облигаций) достаточно, чтобы классифицировать финансовые системы Гонконга и Сингапура, как «диверсифицированные с уклоном на портфельные». Следует учитывать, что в таблице в силу статистической неопределенности не приведены данные по «частному инвестированию в акции» (Private Equity), доля которого в Азии в последние годы заметно возросла.

Как правило, небанковские депозитные институты (сберегательные кассы, кредитные ассоциации и кооперативы) являются небольшими по размеру, но они играют важную роль в обеспечении доступа к финансированию МСП и домашних хозяйств, относящихся к категории менее кредитоспособных. В то же время в этой группе имеются очень крупные по размеру небанковские депозитарные институты, такие как, например, PostBank в Японии, капитал которого составляет 8,5 трлн. иен, он является самым крупным институтом такого рода.

Таким образом, к настоящему времени в большинстве стран региона с формирующейся рыночной экономикой значительная часть внутристранового финансирования основана не только на традиционном банковском секторе, как до сих пор утверждают многие специалисты, но и на других источниках – акциях и их производных, а также в меньшей степени на облигациях, и финансовая система этих стран становится более диверсифицированной. В первую очередь, высокий банковский уклон характерен для развитых стран с устоявшимся финансовым рынком и для менее развитых стран с низким уровнем доходов и неразвитым рынком капиталов.

Глава III. Особенности внутренних рынков капиталов стран Азии в посткризисный период

С начала 2000-х годов рынки ценных бумаг Азии, в особенности стран с формирующимися рынками, росли значительно быстрее чем в других регионах. Они стали реальным источником финансирования частного и общественного секторов, обеспечивая существенный приток долгосрочных финансовых ресурсов. В то же время растет роль валютных рынков, которые выступают посредниками между азиатским и западноевропейскими странами и США.

Развитие и углубление внутренних финансовых рынков в странах Азии остается одной из основных проблем создания более стабильных и эффективных финансовых систем. В настоящее время ряд азиатских фондовых рынков по своим размерам превышают или равняются другим развивающимся рынкам стран со сходным уровнем дохода. Вместе с тем различные сегменты рынка капиталов растут неравномерно. Рынки инструментов с фиксированным доходом и рынок краткосрочных капиталов часто носят фрагментарный и неустойчивый характер. За исключением Японии, Южной Кореи и Малайзии, на долю рынков облигаций в местной валюте приходится меньшая доля ВВП, чем в США или Европе. Развитие рынка корпоративных облигаций значительно отстает от государственных рынков облигаций, что свидетельствует о слабой развитости данного сегмента финансовых инструментов.

Среди наиболее значимых тенденций, определяющих баланс спроса и предложения финансовых ресурсов на внутренних рынках капитала Азии в настоящее время, можно назвать следующие. Со стороны предложения происходит дальнейшее формирование среднего класса в связи с ростом доходов при достаточно высоких ставках сберегательных вкладов. По оценкам Азиатского банка развития, в период с 2010 г. по 2030 гг. 64% населения стран АСЕАН, 79% населения Китая и 69% населения Индии перейдут в данную социальную группу. Это более чем трехкратное увеличение до 3,6 млрд. человек в 2030 г.,²⁷ обеспечивая накопления для осуществления долгосрочных инвестиций.

Со стороны спроса, основные рынки капитала Китая, Индии и АСЕАН достигли значительного прогресса, основанного на рыночных реформах и развитии трансграничных связей, которые могут удовлетворять все более крупные потребности в широкомасштабных инвестициях.

В Азии одним из наиболее эффективных факторов обеспечения устойчивого экономического роста становятся крупные инвестиции в инфраструктуру и связанные проекты. По оценкам, до 2025 г. потребуется около 8 трлн. долл. для финансирования инфраструктурных объектов, в том числе для стран АСЕАН около 110 млрд. долл.²⁸ Группа МБРР, в частности, приняла обязательства обеспечить финансирование роста, направленного на улучшение глобального климата (зеленое финансирование), ежегодно на 16 млрд. долл., и к 2020 г. ежегодно мобилизовать из внешних частных источников 13 млрд. долл.²⁹

Роль рынков ценных бумаг в регионе в качестве фактора экономического роста в регионе за последние 10-15 лет стала более значима. Доля капитализации фондового рынка как процент от ВВП во многих странах Азии сравнима с таким же показателем по отношению к совокупным активам банковского сектора, а рынок долговых ценных бумаг находится на третьем месте. Это контрастирует с показателями во многих развитых экономиках, где банковский сектор по-прежнему доминирует в финансовом посредничестве.

Рассматривая возможные изменения на рынке капитала Азии, необходимо в первую очередь оценить основные тенденции и движущие силы, формирующие эти рынки в предстоящие годы.

²⁷ Без Центральной и Западной Азии

²⁸ “The ASEAN Investment Report 2015 Infrastructure Investment and Connectivity”, the ASEAN Secretariat and UNCTAD, November 2015

²⁹ Ibid.

Во-первых, развитие мировой экономики объективно способствует сохранению высокого уровня инвестиций из развитых в развивающиеся страны. С одной стороны, адаптивная денежно-кредитная политика в развитых странах стимулирует инвесторов вести постоянный поиск относительной доходности на развивающихся рынках, в том числе в Азии. С другой стороны, развивающаяся Азия, как ожидается, будет расти в два - три раза быстрее, чем страны с развитой экономикой.³⁰

Во-вторых, внедрение новых технологий вносит значительные изменения на финансовых рынках, оказывая влияние на их объем, структуру и характер совершаемых операций. Это наиболее очевидно в операциях с иностранной валютой, которые являются наиболее продвинутыми в стандартизации контрактов и рыночных практик. Новые электронные торговые платформы развиваются параллельно с устоявшимися системами и выходят на развивающиеся рынки. Процессы финтех также позволяют внебиржевым платформам очищаться от валютного риска на биржах, а фьючерсы на биржевые торги распространяются и на внебиржевых платформах. На рынках облигаций технологии используются для улучшения ценовой прозрачности путем прямого получения цен от трейдеров. Чтобы избежать сокращения банковских балансов, компании используют технологию с привлечением ликвидности со стороны покупателя на вторичные рынки, хотя существует проблема амортизации изменений в спросе и предложении в периоды рыночной волатильности.

В-третьих, увеличиваются инвестиции в частный акционерный капитал, а сами компании остаются частными акционерными в течение длительного срока. В первую очередь эта тенденция характерна для стран Северной Америки и Европы, но постепенно она набирает силу и в странах Азии. В Сингапуре активы частного капитала под управлением в среднем за пять лет увеличились на 24% и составили более 100 млрд. долл. в 2015 г. Усиливается роль отраслевых структур, которые создаются для поддержки компаний в целях обеспечения условий для большей длительности перехода к публичной компании.

Иностранное участие на рынках капитала Азии, как правило, ниже, чем в других регионах. На конец 2012 г., оно составляло менее 25% на большинстве азиатских рынков, кроме Австралии, Индонезии и Новой Зеландии. Этот показатель был значительно выше в странах Западной Европы и Северной Америке, а также в странах с формирующей рыночной экономикой за пределами Азии, таких как Мексика и Турция. Соответственно, приобретение в иностранную собственность государственных долговых ценных бумаг, как правило, ниже в Азии, в том числе иностранное владение китайскими и индийскими государственными облигациями находится почти на нуле из-за ограничений на приток капитала.

Низкая доля иностранных инвесторов оказывает двоякое влияние на финансовые рынки Азии. С одной стороны, это помогает сдерживать нестабильность, вызванную шоками внешнего финансирования. С другой стороны, это может препятствовать распределению рисков в соответствии с диверсифицированной базой инвесторов и ограничивать рыночную ликвидность. Кроме того, даже при низком уровне внешнего участия на азиатских рынках капитала, малая глубина рынка может понизить ликвидность в ряде азиатских стран.

Рынки акций стран Азии сравнительно крупный по размерам, с рыночной капитализацией в размере 50-75% от ВВП региона, но показатели по отдельным странам существенно отличаются по степени их относительной значимости. Развитые страны региона имеют многоуровневые и сложные рынки акций, в то время как развивающиеся страны региона в основном не могут полагаться на акционерный капитал и в значительной степени опираются на банковских посредников. Гонконг и Сингапур выполняют при этом роль региональных финансовых центров, где сконцентрирована значительная часть акционерного капитала. Ряд

³⁰ IMF World Economic Outlook, October 2016

исследователей отмечает низкий уровень капитализации по сравнению с развитыми странами из-за незначительной емкости и широты финансового рынка.³¹

Рынки акций Азии показывают более значительный рост, чем в других регионах. В целом, капитализация компаний Азиатско-Тихоокеанского региона за период 2003-2017 гг. выросла в 4,7 раза, и ее позиции в мире увеличились за этот период с 21% до 34%, т.е. почти в 1,7 раза. В значительной степени этот рост вызван капитализацией компаний Китая, которая увеличилась в 17 раз. Далее следует капитализация рынка Индонезии – в 9,5 раза, Гонконга – в 6,5 раза, Южной Кореи – в 5,9 раза, Сингапура – в 5,3 раза, Индии – в 5,2 раза. По величине капитализации рынка акций на первом месте с большим отрывом находится Китай, далее следует Япония, Гонконг, Индия, Австралия и Южная Корея. В настоящее время капитализация бирж в регионе уже приближается к капитализации бирж Америки – 83% и значительно превышает капитализацию бирж Европы, Африки, Ближнего и Среднего Востока – 147% по отношению к величине этих регионов (см. Табл. 4).

Таблица 4

Рынок акций в Азиатско-Тихоокеанском регионе								
		число компаний						КАПИТАЛИЗАЦИЯ
								(млн.долл.)
		2003г.			2017г.			2003г. 2017г.
		Всего	Национальные	Иностранные	Всего	Национальные	Иностранные	
Азиатско-Тихоокеанский регион,		17924			27632			6264498 29010649
в т. ч.								
Австралия		1473	1407	66	2147	2013	134	585530 2331567
Индия		6535	6535	0	7513	7511	2	531986 2807238
Малайзия		901	897	4	904	894	10	160814 455772
Гонгконг		1037	1027	10	2118	1987	131	714597 4350515
Индонезия		333	333	0	566	566	0	54659 520686
Япония		3346	3314	32	3604	3598	6	2953098 6222825
Южная Корея		684	684	0	2134	2114	20	298248 1771768
Китай		1285	1285	0	3485	3485	0	512979 8711267
Сингапур		551	475	76	750	483	267	148503 787255
Мир, всего		40649			52291			30388698 85313751
Уд.вес Азии		44%			53%			21% 34%

Источник: Статистика World Federation of Stock Exchanges, 2004-2018 гг.

Вместе с тем, многие рынки акций стран Азии характеризуются как «слабые», что вызвано ограниченной ликвидностью, слабо эффективным ценообразованием, что создает опасность повышения волатильности рынка и ограничений его функциональности. Только четыре азиатских рынка – Китай, Япония, Южная Корея, Таиланд – более ликвидны, чем средние показатели по миру. Традиционные способы торговли с голоса также остаются одним из ключевых элементов большинства фондовых рынков в Азии, за исключением Японии. С учетом относительно небольшого количества акций в свободном обращении, азиатские фондовые рынки еще не оказывают достаточно сильной поддержки институтам по управлению капиталами для широкого круга частных инвесторов. Кроме того, азиатские рынки акций и облигаций более концентрированы, чем находящиеся во многих странах с развитой экономикой. В частности, на конец 2015 г. на 10 крупнейших компаний в Восточной Азии приходилось 34% от торгового оборота на бирже по сравнению с 15% в Японии и 29% в Соединенных Штатах.

Азиатские рынки акций становятся в большей степени интегрированными в мировую финансовую систему. Иностранные инвестиции на многих фондовых рынках региона выросли после азиатского финансового кризиса, причем в ряде стран в геометрической прогрессии.

³¹ <https://books.google.ru/books?isbn=1452730547>

После резкого сокращения во время мирового финансового кризиса крупные рынки возобновили свое развитие. Кросс-листинги, в том числе по депозитарным распискам внутри региона и за его пределами, также расширились, поскольку компании стремились задействовать ликвидность в регионе. Количество иностранных листингов на фондовых рынках Азии выросло в 3,6 раза между 2003 г. и 2017 г., но их уровень по-прежнему низок, около 2,6% от общего количества. Для сравнения этот показатель составляет 11,1% в Америке и 10,9% в ЕМЕА.³² Почти все компании из стран Азии, стремятся получить доступ к более развитым рынкам капитала, чтобы извлечь выгоду из более низкой стоимости капитала, повысить признание инвесторов и улучшить корпоративное управление.

После азиатского финансового кризиса рост рынка долевого капитала стран Азиатско-Тихоокеанского региона прошел два основных периода. До глобального кризиса за период 2003-2007 гг., по данным Всемирной Федерации Бирж, фондовые рынки росли очень быстро, увеличившись в 2,7 раза. Особенно сильный рост был для материкового Китая, где акции на шанхайской бирже увеличились в 10 раз, Сингапура в – 3,6 раза. Рынок Азиатско-Тихоокеанского региона значительно превосходил другие регионы и по показателям роста объема торговли в указанный период. После кризиса, несмотря на более быстрое восстановление по сравнению с другими странами, рост рынка был более умеренным, и в целом составил 1,7 раза (Шанхай – 1,5 раза, Сингапур – сокращение в 0,86 раза). Для этого роста было характерно замедление, а то и падение индекса акций широкого рынка при росте капитализации, что указывает на реальный рост рынка.

В этой связи отмечен рост рынка ценных бумаг как источника финансирования. Причем, в то время как облигации составляли в целом невысокую долю, рост корпоративного рынка акций в целом ряде стран опережал рост банковского финансирования. При этом следует отметить, что поскольку большая доля акционерного капитала, которая не находит отражения в официальной статистике, этот рост значительно выше.

Рассматриваемые периоды различаются и по происхождению финансирующих инвестиций. Если в первый период этот рост происходил в значительной степени за счет портфельных инвестиций США, Западной Европы и Японии, т.е. за счет притока средств из развитых стран, то в дальнейшем эта картина изменилась, поскольку увеличилась доля внутрирегиональных капиталов. Вместе с тем, значительная часть накоплений направляется за пределы региона, т.е. значительная часть инвестиций не остается в регионе. Распространенная среди инвесторов региона стратегия «покупай и держи» приводит к усилению волатильности рынка при резких колебаниях курса.

В Азии и Океании находятся пять из 10 крупнейших мировых фондовых рынков по капитализации, в том числе три в странах с развитой экономикой – Австралия, Япония и Гонконг и два в странах с формирующейся рыночной экономикой – Китай и Индия (см. Табл. 5). Они являются одним из основных источников финансирования для местных компаний. Почти 27,6 тысяч компаний имели листинг на фондовых рынках Азии по состоянию на конец 2017 г., по сравнению с 9,9 тысячами в Америке и 14,8 тысячами в Европе, на Среднем Востоке и в Африке. Новый привлеченный капитал путем выпуска акций в Азии составил 315 млрд. долл. в 2016 г., по сравнению с 182 млрд. долл. в Америке и 282 млрд. долл. – в Европе, на Среднем Востоке и в Африке. На Азию приходится половина от общего числа IPO³³ в мире, по сравнению с 28% десять лет назад.³⁴ За прошедшие десять лет стоимость торговли акциями в Азии выросла на 80%, что почти в два раза превышает глобальный темп роста 41%.

Экономики стран Азии находятся на своей определенной стадии развития, когда каждый рынок капитала сталкивается с различным набором проблем, с точки зрения ликвидности, зрелости и глубины рынка. В то время как крупные финансовые центры все более выступают крупными конкурентами западных стран, ряд стран (Лаос, Камбоджа, Мьянма) имеют

³² Группа стран: Европа, Средний и Ближний Восток, Африка

³³ Первое публичное размещение акций компании

³⁴ “EY Global IPO Trends”, Ernst & Young, 2006-2015 and “IPO Watch, Asia”, PricewaterhouseCoopers, 2007-2014

фондовые биржи с участием всего лишь пяти-семи компаний с небольшим капиталом. Несмотря на процесс финансовой интеграции в АСЕАНе и АСЕАНе+3, в своем большинстве рынки ценных бумаг идут по пути развития локальных рынков со своими характеристиками и особенностями.

Таблица 5

Основные характеристики бирж стран Азии, млрд. долл., 2016 г.

Биржи	Оборот биржевой торговли	Количество торговых участников (акции)	Показатель цена/доходы (в %)	Степень концентрации капитализации 5% крупнейших компаний (в %)
Биржи, тяготеющие к Китаю				
<i>Шанхай</i>	7510	470	15,94	46,9
<i>Шэньчжэнь</i>	11613	140	-	68,6
<i>Гонконг</i>	1350	556	10,64	69,2
<i>Тайвань</i>	844	1041	16,51	67,7
<i>Ю.Корея</i>	512	51	13,92	72,4
Биржи АСЕАН				
<i>Малайзия</i>	106	229	17,88	71,7
<i>Индонезия</i>	92	109	16,49	63,3
<i>Филиппины</i>	37	184	18,23	47,7
<i>Сингапур</i>	197	3353	14,88	35,5
<i>Таиланд</i>	329	39	18,55	58,7
Биржи развитых «старых» экономик				
<i>Токио</i>	5626	93	-	65,5
<i>Сидней</i>	820	121	-	81,4
<i>Мемо: Нью-Йорк</i>	17318	-	-	66,9

Источник: составлено по данным WFE

Развитие азиатских рынков капитала происходит в условиях сильной неопределенности. Общий фон стал более негативным, что связано с рядом проблем: замедление темпов роста ВВП, конец торгового «суперцикла», повышающиеся уровни корпоративного и частного долга. Введение Федеральной резервной системы (ФРС) США мер по сокращению программы покупки облигаций привело к нестабильности на азиатском рынке облигаций и фондовых рынках и оказало давление на формирование курсов валют. Сильное влияние на рынки Азии оказывает и волатильность на рынке ценных бумаг. На вторичных рынках волатильность повышала уровни торговой активности, но затем произошло сильное сокращение. Если использовать биржевые показатели, то оборот акций по стоимости на азиатских рынках был в 2015 г. на 126 % выше предыдущего года, но в 2016 г. произошло снижение на 47%, а в 2017 г. на 1,8%. Замедлились и показатели других классов активов, такие как облигации и листинговые

производные. В этот период Япония хотя и сумела восстановить свои позиции в регионе за счет роста стоимости акций благодаря программе количественного смягчения, но затем этот рост прекратился.

Торговля на электронных торговых площадках, по расчетам инвесторов, перешли 30% барьер по всем классам активов к 2016 г. и составляла от 30-50% акций, которые торгуются многими крупными банками. Электронизация привела к снижению маржи и меньшим комиссиям при совершении сделок. Скорость обращения акций сейчас составляет примерно 114% в Японии и 63% в Австралии, но налоги на транзакцию и пост-торговые сборы по-прежнему ограничивают этот показатель на других биржах (Гонконг, Сингапур и Южная Корея). Несмотря на усиление регулирования в этой области, в азиатских финансовых центрах распространяются альтернативные биржам площадки в сочетании с внебиржевым клирингом.³⁵

Наряду с рынком традиционных инструментов происходит определенный рост альтернативных инструментов. В первую очередь речь идет о биржевых инвестиционных фондах, позволяющих включиться через брокерский счет во весь рынок или его часть. Развитие подкрепляется планами Китая осуществить кросс-листинг между Шанхаем, Гонконгом и Тайванем, что уже частично реализовано через создание системы «сток коннект». Таким образом, за счет диверсификации финансовых продуктов происходит привлечение местных и иностранных инвесторов, одним из эффективных средств чего являются биржевые инвестиционные фонды.

Поскольку существующий финансовый сектор и рынки биржевого капитала не могут полностью обеспечить потребности бизнеса, в Азии быстро развивается частное инвестирование в акции, особенно инвестиции венчурного капитала в высокопроизводительные стартапы. В этой области лидируют китайские и индийские компании. В 2015-2016 гг. сделки с частным капиталом, включая инвестиции фондов венчурного капитала, только в Индии превысили 15 млрд. долл. в 2016 г., в соответствии с Venture Intelligence. В 2016 г. индийский филиал двух известных фирм VC Silicon Valley – Sequoia Capital и Accel Partners выделил крупные активы для управления, ориентированного на Индию (500 и 900 млн. долл.). Важным фактором становится применение передовых информационных технологий для финансовых услуг.³⁶

Существенно меняются условия деятельности для МСП Азии, которые получают больше возможностей для финансирования бизнеса за счет выпуска акций и облигаций, т.е. длинное финансирование. Длительное время им было невозможно преодолеть барьеры выхода на биржи из-за низких уровней основного и привлекаемого капитал и прибыльности операций, однако, начиная с 2000-х гг., регулирующие органы и биржи региона стали все больше разрабатывать нормативные документы и создавать платформы, соответствующие статусу МСП.³⁷

Выход МСП на биржевые рынки обеспечивается не только облегчением доступа к капиталу, но и созданием соответствующей среды деятельности. В частности, сюда относится снижение уровня листинговых платежей и скидок на ежегодные сборы, смягченные требования к распределению акционеров и получаемой прибыли, консультации финансовых советников на начальной стадии выхода на биржу и др.

Большинство платформ для МСП не является независимой структурой, а образовано в рамках объединенной группы бирж, либо отдельным сегментом в рамках биржевой структуры. Характерно, что в последнее время наметилась тенденция перехода средних по размеру предприятий с новой биржевой площадки на площадку МСП. Азия является несомненным мировым лидером по финансированию акционерного капитала МСП – в 2016 г. на нее приходилось 1082,4 млрд. долл. или 78% мирового объема по капитализации этой группы компаний. Первое место в регионе занимает биржа Шэньчжэня – 70%, где сконцентрировано

³⁵ http://www.asiaasset.com/news/Liquidity_dearthDA0303.aspx

³⁶ Building Asia's capital markets. Nikkei Asian Review, April 27, 2017

³⁷ The Role of Stock Exchanges in Fostering Economic Growth and Sustainable Development . pp.12-13, World Federation of Exchanges, UNCTAD, 2016

большое количество машиностроительных и других мелких и средних производств, работающих на крупные предприятия.

Облигации. Согласованные усилия ряда азиатских стран по развитию местных рынков облигаций с целью преодоления последствий азиатского финансового кризиса привели к определенным результатам – объём внутренних выпусков облигаций в Азии стал значительно больше относительно международных выпусков, превышая этот показатель для других регионов мира. В то же время удельный вес Азии в общем объеме долговых ценных бумаг на международном уровне, составляет всего 3% по сравнению с 72% развитых экономик.³⁸ Усиливающийся акцент на местные рынки облигаций помогает сократить чрезмерную зависимость от краткосрочного финансирования предоставляемого банками и смягчает напряжение на валютных рынках.

На национальном уровне страны Восточной и Южной Азии провели широкие реформы для улучшения управления экономикой и углубления финансового рынка, что привело к улучшению макроэкономических основ и снижению суверенного риска. Поскольку снижалась заинтересованность в инвестировании в страны с развитой экономикой, особенно после глобального финансового кризиса, эти реформы поддерживали вложения капитала в азиатский регион, как в банковском секторе, так и на рынках капитала. В 2010 г. был создан Фонд кредитных гарантий и инвестиций в сотрудничестве с Азиатским банком развития с тем, чтобы обеспечить кредитные гарантии для облигаций инвестиционной категории в национальной валюте.

Развитие рынков облигаций в национальной валюте улучшает распределение ресурсов, позволяя обеспечить более широкие границы колебаний рыночных процентных ставок, чтобы определить место для размещения различных профилей рисков эмитентов и выделить основные показатели рынка для кредитных и рыночных рисков, тем самым помогая управлению рисками финансовым институтам и мониторинга должников.

С момента запуска Азиатской инициативы в области рынков облигаций (ABMI) общая сумма облигаций в местной валюте в развивающихся странах Азии выросла на 2,1 трлн. долл. До 12,3 трлн. долл. на конец 2017 г.³⁹ Среднегодовые темпы прироста облигаций составляли в период до глобального финансового кризиса (2002-2008 гг.) около 25%, а затем, несмотря на снижение, продолжают сохраняться на умеренно высоком уровне – 14%. В связи с проведенными реформами рынки облигаций в местной валюте получили быстрое развитие во всем регионе. За последнее десятилетие они стали ключевым источником государственного финансирования для Индонезии, Малайзии, на Филиппинах и в Таиланде, которые стремятся таким образом финансировать свои программы расходов. В результате доля Азии на мировом рынке облигаций значительно возросла – с 2% в 2006 г. до 9% в 2015 г.⁴⁰

На рынке долговых инструментов в местной валюте в развивающейся Восточной и Южной Азии продолжают доминировать государственные облигации, которые в конце декабря 2017 г. составили эквивалент 9,2 трлн. долл., или 67,0% от общей суммы долга. Корпоративные облигации в национальной валюте в развивающихся странах Восточной и Южной Азии выросли до 4,6 трлн. долл. в конце года и составили 33,0%. На долю КНР приходится львиная доля корпоративных облигаций в формирующейся Восточной Азии, в том числе 58,5% от общего объема выпущенных корпоративных облигаций в регионе, за которыми следует Республика Корея – 12,9%.

Доля иностранного владения облигациями в местной валюте на большинстве развивающихся рынков в Восточной Азии снижалась в конце 2016 г. – начале 2017 г. из-за усиления доллара США и ожиданий ускорения роста процентных ставок в США в 2017 г. В то же время рынки большинства стран не сильно пострадали от этих оттоков, так как оставался сильным спрос со стороны внутренних инвесторов. Для корпоративных облигаций

³⁸ <http://www.bis.org/statistics/c1.pdf>

³⁹ https://asianbondsonline.adb.org/documents/abm_mar_2018.pdf

⁴⁰ Dealogic data

незначительная доля оффшорных инвесторов резко контрастирует с иностранными холдингами государственных облигаций. В целом, имеется большой разброс во владении иностранцами облигаций – от 10% в Южной Корее и Японии до 40% – в Малайзии.

Страны с формирующейся рыночной экономикой улучшают систему управления госдолгом и осуществляют во все больших масштабах перевод государственных заимствований с международных рынков облигаций на внутренние рынки облигаций, в т.ч. путем увеличения доли иностранного владения, выпущенных на внутреннем рынке государственных облигаций. За период 2000-2015 гг. доля непогашенного государственного долга на внутреннем рынке к ВВП выросла для стран Восточной Азии с 23,9% до 27,5%, в то время как доля иностранных государственных облигационных займов увеличилась всего с 1,7% до 3,5%. Внутренний рынок облигаций стал существенно более важным в качестве источника финансирования для частного сектора – его удельный вес вырос с 3,6% до 42,9%, в то время как доля иностранных займов снизилась с 8,9% до 4,8%.

По данным AsianBondOnline, после азиатского финансового кризиса объем непогашенных облигаций в национальной валюте по отношению к ВВП значительно возрос в КНР, Южной Корее и Таиланде. Если в 1998 г. в КНР, Республике Корея и Таиланде он составлял соответственно 9%, 16% и 16%, то эта доля к 2015 г. выросла до 53%, 125% и 71%, соответственно. В других азиатских странах рост рынков облигаций был выражен не так сильно.

Следует отметить, что в странах, накопивших большие суммы банковской задолженности (Южная Корея, КНР и др.), банковские кредиты росли медленнее, чем рынки облигаций. Исключение составляют Южная Корея и Китай, где в период с 1998 г. по 2017 г. банковские кредиты выросли с 59% ВВП до 135% ВВП в Южной Корее и с 104% до 149% в КНР. В других странах относительный рост банковских кредитов по отношению к 1998 г. был значительно ниже, а в ряде случаев носил отрицательный характер.

При проведении ежегодного обследования рынка облигаций информационной службой ABMI AsianBondsOnline используются два количественных показателя для измерения ликвидности в дополнение к качественной оценке по результатам опроса участников: а) размеры спреда bid-ask для государственных облигаций и б) коэффициенты оборота рынка государственных облигаций. Исходя из результатов исследований, спред bid-ask для текущих государственных облигаций, который дает представление о затратах, понесенных участниками рынка при осуществлении транзакций, значительно сократился в большинстве стран Восточной Азии в период с 2006 г. по 2016 г. Спред снизился с 21,4 базисных пункта до 5,2 в Индонезии, с 25,3 до 4,6 – на Филиппинах и с 7,3 до 2,3 – в Таиланде.

Соотношение объема продаж государственных облигаций, измеряющее торговую активность относительно размера рынка, когда более высокие коэффициенты оборачиваемости указывают на более ликвидные рынки, со временем увеличилось, что свидетельствует об улучшении рыночной ликвидности в странах Восточной Азии с формирующимся рынком.

В результате расширения спроса на государственные облигации и снижения спредов bid-ask, в развивающейся экономике стран Восточной Азии отмечался рост среднего размера сделки по облигациям по государственным ценным бумагам. В течение 2009-2016 гг. средний размер транзакции в Республике Корея вырос с 8,0 млн. долл. до 9,1 млн. долл., в Малайзии – с 1,5 млн. долл. до 4,3 млн. долл., а в Индонезии – с 1,5 млн. долл. до 1,7 млн. долл.⁴¹

Несоответствие в валюте и сроках погашения обычно рассматривается как основной источник финансовой уязвимости на развивающихся рынках. Если финансовые обязательства экономики выражены в иностранной валюте, а ее финансовые активы в национальной валюте, то внезапное обесценивание национальной валюты наносит ущерб балансу, дестабилизируя финансовую систему и экономику в целом. Если срок погашения финансовых обязательств меньше срока погашения его активов, вероятность кризиса еще больше возрастает. То есть,

⁴¹ https://asianbondsonline.adb.org/documents/abm_jun_2017.pdf. p.35

заимствование в краткосрочной перспективе в иностранной валюте и долгосрочное кредитование в национальной валюте – это причины нестабильности и за пределами кризиса.

Наряду со снижением остроты проблемы двойного несоответствия динамичные рынки облигаций в национальной валюте, которые включают долговые инструменты различного срока погашения, могут увеличить предложение азиатских финансовых активов и, таким образом, обеспечить перевод сбережений населения и компаний региона в необходимые инвестиции. Прасад считает, что более развитая финансовая система, которая эффективно направляет средства в производственный сектор и позволяет лучше распределять риски, будет способствовать экономическому росту в Азии, поощряя активную предпринимательскую деятельность.⁴² МВФ также отмечает все более важную роль рынков облигаций в национальной валюте в качестве источника финансирования долгосрочных инвестиций, таких как инфраструктура и жилье.⁴³ Проведенное Азиатским банком развития эмпирическое исследование показало, что повышение доли облигационных займов в источниках финансирования сокращает риски волатильности при резких внешних изменениях на финансовых и валютных рынках.⁴⁴

Япония по-прежнему имеет самый большой рынок облигаций в регионе, являющийся вторым по величине рынком в мире. Японские государственные облигации составляют наибольшую часть азиатских рынков облигаций, что составляет почти половину непогашенных долговых ценных бумаг, однако их доля снижается. На конец 2017 г. на Японию приходилось 54% общей суммы задолженности по выпущенным долговым ценным бумагам в Азии, по сравнению с 81% десять лет назад. Тем не менее, японский рынок гособлигаций является крупнейшим сегментом рынка в Восточной и Южной Азии, хотя его доля существенно снизилась за десятилетний период с 83% до 43%. Но до сих пор рынки государственных облигаций развивающейся стран Восточной Азии имеют меньшие объемы, чем торгует высоколиквидный японский рынок государственных облигаций.

Существенное снижение значимости Японии на азиатском рынке облигаций в определяется быстрым ростом китайского рынка облигаций. Китайский рынок облигаций в национальной валюте является ведущим среди стран с формирующимися рынками, на конец 2017 г. непогашенные облигации достигли 8739 млрд. долл., т.е. 71,6% рынка облигаций развивающейся Восточной Азии и 36,5% с включением рынков Японии и Индии. Рост рынка в значительной степени обусловлен увеличением запасов казначейских и других государственных облигаций, в особенности облигаций местных органов власти, а также облигаций банков некоммерческого кредитования (политических банков) и корпоративных облигаций. Следующим по размерам рынком является Южная Корея с непогашенными облигациями в размере 2020 млрд. долл. или 16,3% на конец 2017 г.

Рынки корпоративного долга также получают дальнейшее развитие, хотя и более медленно. Объем корпоративных облигаций, подлежащих погашению, вырос за 2003-2017 гг. с 21,4% до 23,8% ВВП для развивающихся стран Восточной Азии, но размеры задолженности к ВВП корпоративных облигаций сильно варьируют среди азиатских стран. В зависимости от доли корпоративных долговых обязательств, подлежащих погашению, все страны можно разделить на три группы: высшая – Сингапур, Малайзия, Южная Корея – 40-75% ВВП на конец 2014 г., средняя – Китай, Гонконг, Таиланд – 15-25% и низшая – Индия, Индонезия, где рынок облигаций все еще находится на ранней стадии развития и доля финансирования долговыми обязательствами составляет менее 5% ВВП.

Выпуск корпоративных облигаций постоянно превышает объем синдицированных кредитов, он увеличился с 0,6% ВВП в 2003 г. до более чем 3,5% в 2015 г., в то время как вновь

⁴² E.S. Prasad. Rebalancing Growth in Asia. "International finance", Spring 2011, p.28-30

⁴³ <https://www.imf.org/external/np/g20/pdf/2016/121416.pdf>

⁴⁴ <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/321076/abm-jun-2017.pdf>, p.8

предоставленные долгосрочные синдицированные банковские кредиты снизились с 1,4% ВВП до уровня ниже 2% процентов в течение того же периода⁴⁵ (см. График 3).

Кривые доходности корпорационного долга не только стали более надежными, но также постепенно возрастали, и в настоящее время существует более широкий диапазон контрольных индексов. Также был выпущен более широкий спектр облигаций, включая облигации с привязкой к инфляции, «зеленые» облигации с резервным покрытием и исламские облигации.

Изменение к лучшему глобальных экономических перспектив и некоторое улучшение финансовой стабильности обеспечило снижение доходности на большинстве рынков в Восточной Азии. Долгосрочные процентные ставки повысились, что способствует росту прибылей банков и страховых компаний, в то время как премии за риск и волатильность снизились. Отражая более благоприятную финансовую среду, спреды свопов кредитного дефолта снижаются по всему региону.

Вместе с тем, несмотря на улучшение общей мировой конъюнктуры, существует целый ряд моментов, определяющих существование внешних рисков. Сокращение баланса ФРС и дальнейшие повышения ставок усиливают позиции доллара США и вызывают ряд отрицательных моментов для развивающейся Азии.

Во-первых, вызванный этими факторами отток капитала может оказать давление в сторону понижения роста экономики региона. Исторически сложилось так, что потоки капитала в развивающиеся азиатские экономики, как правило, чувствительны к индексу доллара США. Это особенно заметно для стран с гибкими валютными режимами.

Во-вторых, могут возрасти долгосрочные издержки финансирования. Более высокая доходность облигаций США может отразиться на азиатских облигациях, повышая долгосрочные финансовые затраты региона. Рост издержек финансирования снижает цены финансовых активов и может повлиять на инвестиции и рост.

В-третьих, более высокий уровень внешнего и внутреннего рычагов в странах с формирующимся рынком вызывает ослабление региональной финансовой стабильности. Возможная девальвация валюты увеличивает бремя задолженности заемщиков с долгами в долларах США.

В целом, ужесточение денежно-кредитной политики США распространяется на развивающиеся страны Азии, увеличивая финансовые затраты и сдерживая рост. Сужение ликвидности также наносит ущерб финансовым условиям деятельности институциональных игроков с высокой степенью кредитного плеча и значительным долгом. В краткосрочной перспективе риски могут быть смягчены, но более жесткая позиция по ликвидности очевидно будет сохраняться в течение более длительного времени.

Ликвидность на корпоративном рынке облигаций в целом была значительно ниже, чем на рынках государственных облигаций. Еще одной проблемой является высокий уровень концентрации на рынках корпоративных облигаций, где на первые три эмитента, находящиеся в верхней части таблицы, приходится 45-67% от общей эмиссии корпоративных облигаций стран Восточной Азии в 2014 г.⁴⁶ Это говорит о том, что доступ к финансированию рынка облигаций в первую очередь доступен большим и хорошо созданным корпорациям. Китай является исключением, только 24% выпуска корпоративных облигаций приходится на десять крупнейших эмитентов.

Рынок ликвидных правительственных облигаций выступает своеобразным эталоном для всех основных инструментов внутреннего кредитования. Формируя базовую кривую доходности, рынок государственных облигаций способствует внедрению новых финансовых продуктов и услуг. На развивающихся рынках, государственные ценные бумаги также обеспечивают ликвидность для торгов на вторичном рынке и закладывают основу для

⁴⁵ Levinger, Hannah, and Chen Li. 2014. "What's behind Recent Trends in Asian Corporate Bond Markets?" Current Issues, January, Deutsche Bank AG, Frankfurt.

⁴⁶ Tapan Kumar Gupta. Corporate Bond Market in Emerging Asian Analysis of Growth Stimulus, *Proceedings of the 11th Asia-Pacific Conference on Global Business, Economics, Finance and Business Management (AP17Thai Conference)* ISBN: 978-1-943579-72-3. Bangkok-Thailand. 16-18, February 2017. Paper ID: T711

расширения рыночной инфраструктуры. Однако, наличие первичных выпусков по некоторым бумагам с целевыми ориентирами погашения, не обязательно создает контрольные показатели или базовую кривую доходности, а котировки носят лишь ориентировочный характер.

График 3

Источник: ADB Bonds Online, March 2017

Без активных вторичных торгов, процесс установления цен в значительной степени тормозится, будучи не в состоянии обеспечить их адекватный уровень. На многих развивающихся рынках ликвидность часто сосредоточена на некоторых контрольных выпусках, что не позволяет создать непрерывную базовую кривую доходности. В целях повышения ликвидности на вторичном рынке, регуляторы ищут возможность обеспечить благоприятные условия для установления таких позиций, как предоставление инструментов хеджирования для первичных дилеров. Также для повышения ликвидности на вторичном рынке, должна быть создана и улучшена рыночная инфраструктура, в том числе торговые, депозитарные, клиринговые и расчетные системы. Рационализация налогового бремени также имеет важное значение, при том, что упорядочение регулирования и практики бухгалтерского учета осуществляются в целях обеспечения равного налогового режима между различными сберегательными инструментами.

Для того чтобы Азия полностью использовала благоприятные возможности ей необходимо будет увеличить необходимый долгосрочный капитал для устойчивого роста, в том числе путем дальнейшего укрепления своих рынков облигаций. Для реализации этой цели

страны Азии проводят политику поощрения номинальных выпусков, поддержки ликвидности вторичного и создание системы грантов для расширения базы азиатских эмитентов.

Привлечение азиатских эмитентов в финансовые центры Азии непосредственно связано с системой рейтинга облигаций. Кредитные рейтинги повышают общую прозрачность рынка, предоставляя независимые и сопоставимые оценки кредитоспособности эмитентов. Вместе с деловой и финансовой информацией, предоставленной в документах размещения компаний, они помогают инвесторам лучше понять бизнес и финансовое здоровье эмитента. В свою очередь рейтинги приносят пользу эмитентам облигаций. Они получают доступ к более широкой базе инвесторов, поскольку многие институциональные инвесторы вкладывают средства только в рейтинговые облигации. В частности, на рынке облигаций в сингапурских долларах создана система поощрения частных эмитентов облигаций для получения кредитных рейтингов. Совет по жилищному строительству и развитию является примером частных отечественных эмитентов, которые получили рейтинг и выиграли от минимизации спрэдов. Около 40% непогашенных облигаций в сингапурских долларах имеют кредитный рейтинг. Наряду с поощрением это помогает существующим эмитентам компенсировать затраты на их получение.⁴⁷

В то же время, учитывая значительные риски на рынках облигаций развивающихся стран, эксперты предостерегают от принятия инвестиционных решений исключительно по рейтингам. Особую осторожность следует проявлять индивидуальным инвесторам, чтобы диверсифицировать финансовые продукты и избежать концентрации на каких-либо инвестициях или эмитентах. Одним из способов индивидуального инвестора получить рентабельность по диверсифицированному портфелю облигаций является инвестирование через фонды облигаций. В течение многих лет в рамках инициативы Азиатского фонда облигаций, возглавляемой группой ЕМЕАР, в Азии созданы условия для развития фондовых облигаций на региональных рынках, ряд предложений можно купить и продать через биржу в качестве биржевых фондов (ETF).

Ликвидность рынка облигаций становится все более комплексной, включая различные виды облигаций. В Сингапуре и Гонконге банки устанавливают рыночные цены по большинству выпущенных облигаций, хотя объемы, по которым они готовы совершить операции меньше для бумаг с более высоким риском и небольшим выпуском. Для устойчивого роста рынка облигаций решающее значение имеет постоянно функционирующий вторичный рынок. В Сингапуре, для того чтобы обеспечить более глубокий вторичный рынок, на протяжении многих лет Денежно-кредитное управление (ДКУ) работает с отраслью по нескольким направлениям. Чтобы повысить прозрачность цен, оно сотрудничает с банками и поставщиками услуг, такими как Bloomberg и Markit, с тем, чтобы предлагать цены на корпоративные облигации на конец дня на своих платформах. В 2015 г. ДКУ запустила Фонд рефинансирования ценных бумаг, в соответствии с которым банки, имеющие право на операции с облигациями, могут заимствовать некоторые корпоративные облигации в сингапурских долларах через операции РЕПО, чтобы повысить их рыночную активность.

Одним из направлений стимулирования рынка облигаций в национальной валюте является введение различных льготных режимов выпуска – налоговых, юридических и др. Для того, чтобы сделать привлекательным для азиатских эмитентов и привлечения капитала в Сингапуре с 2017 г. введена Система субсидий по азиатским облигациям, которая предусматривает софинансирование 50% расходов, связанных с выпуском квалификационных облигаций, таких как оплата юридических услуг, регистрация ценных бумаг и определение кредитного рейтинга.

По прогнозам аналитиков,⁴⁸ общая капитализация акционерного капитала в Азии может удвоиться в течение следующего десятилетия до 56 трлн. долл., обогнав Северную Америку как крупнейший фондовый рынок. Китай и Гонконг, вероятно, станут крупнейшими источниками

⁴⁷ Оценки ДКУ на 30.9.2015

⁴⁸ "Asia's Financial Acceleration – Moving Centre-Stage", S&P, March 11, 2018

роста для азиатских акций в течение следующего десятилетия, где IPO и вторичный оборот ценных бумаг на фондовых рынках уже превышает показатели США. Наряду с этим, азиатские рынки государственных облигаций, без Японии, могут увеличиться с 4 трлн. долл. до 10 трлн. долл. за прогнозируемый период, превзойдя рынок японских гособлигаций.

Результатом роста числа и объемов операций местных институциональных источников финансирования, вероятно, может стать снижение волатильности и улучшение мультипликаторов компаний. Азиатские акции, за исключением Японии, в настоящее время имеют доходность собственного капитала более чем на 5% выше, чем на акции глобальных компаний, однако в течение длительного времени торгуются с дисконтом около 20%. Рост средств из местных источников может существенно снизить размер этой скидки в течение следующего десятилетия.

Одним из показателей неразвитости финансовых систем стран Азии является слабое развитие долгосрочных рынков сбережений населения, включая пенсионные системы, страховые и взаимные фонды. В 2015 г. Азия, включая Японию, составляла 33% от номинального мирового ВВП, против 26% для Северной Америки, но на нее приходилось только 13% активов паевых инвестиционных фондов по сравнению с 50% долей для Северной Америки против 68% активов пенсионных фондов.

Развитие индустрии управления активами в Азии может помочь стимулировать деятельность сегмента розничных инвесторов, повышая спрос и ликвидность рынка. Взаимные фонды и различные инвестиционные фонды могут эффективно направлять розничный спрос на краткосрочный и среднесрочный сегмент рынка. Становление пенсионных и страховых секторов также будет оказывать воздействие спроса на долгосрочный сегмент рынков облигаций в местной валюте в будущем, по мере того, как срок инструментов будет постепенно увеличиваться. Некоторые страны со средним доходом, включая Индию, Индонезию, Малайзию, Филиппины и Таиланд, проводили политику продвижения инвестиционных фондов для роста пенсионного и страхового сектора, но размер активов под управлением институциональных инвесторов региона остается значительно ниже, чем в Европе и США.

Развитие других, связанных с этой группой инвестиционных инструментов, включая соглашения РЕПО, форварды, процентные свопы, фьючерсы и другие производные улучшают управление рисками, способствуя финансовой стабильности. Развитие рынка РЕПО для частных инвесторов имеет большое значение повышения ликвидности рынка, облегчая нахождение общего уровня цен. Рынок РЕПО обеспечивает связь между залоговыми и денежными рынками, укрепляя тем самым рыночную инфраструктуру.

Создание рынка фьючерсов может представлять большую возможность для повышения ликвидности и прозрачности рынка на ранней стадии развития рынка облигаций. Сосредоточение ликвидности на определенных эталонных продуктах, таких как фьючерсы государственных облигаций, дает возможность получить надежную и централизованную информацию о цене продуктов и облегчает торговую деятельность на вторичном рынке.

Рынки капитала в Азии поддерживаются активностью на валютных рынках. Япония, Гонконг и Сингапур являются одними из пяти крупнейших мировых валютных рынков, их общий оборот составил 21% мирового оборота в 2016 г. против 15% в 2013 г.,⁴⁹ отражая роль Гонконга и Сингапура, как региональных финансовых центров и японской йены в качестве третьей наиболее часто используемой в мире валюты. Азиатские валюты играют все более важную роль на глобальных валютных рынках. На их долю приходится 19,3% мирового оборота в 2016 г., по сравнению с 16,7% в 2001 г. Азиатские валюты немного превзошли евро, доля которого упала до 19% в 2016 г.

Межбанковские валютные рынки являются относительно небольшими в Азии, со сделками более ориентированными на удовлетворение запросов нефинансовых клиентов. Это предполагает, что валютные операции в Азии более подкреплены реальной экономической

⁴⁹<http://www.bis.org/publ/rpfx16fx.pdf>

необходимостью, чем обусловлены спекулятивными сторонами финансовых операций. Кроме того, иностранные финансовые институты в целом имеют меньшее присутствие на валютных торговых рынках в Азии. Исключение составляют Австралия, Гонконг, Япония и Сингапур, ведущие международные центры торговли валютой, а также Новая Зеландия, где в банковской системе доминируют австралийские дочерние компании.

Глава IV. Трансформация международных рынков капитала и глобальная и региональная финансовая интеграция азиатского региона

Ограниченные размеры и глубина финансовых рынков многих стран Азии, необходимость обеспечения макроэкономической стабильности выдвинули в посткризисный период в число первоочередных задач вопросы межрегионального и внутрирегионального сотрудничества в области финансов, которое рассматривается странами Азиатско-Тихоокеанского региона как возможность повысить потенциал экономического роста, и извлечь дополнительные выгоды из процесса глобализации.

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

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 реципиенты привлекать инвестируемый капитал по льготным условиям. 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.

Экономический рост азиатских стран сопровождался активной интеграцией в мировую экономику по основным статьям платежного баланса (см. Табл. 6). 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.

Общий уровень финансовой зависимости Азии от инвестиционных потоков извне приближается к уровню стран Западной Европы и Северной Америки. Валовые иностранные активы и пассивы в азиатских странах составляли 50,8 трлн. долл. в 2016 г., по сравнению с 55,6 трлн. долл. в зоне евро и в 62,3 трлн. долл. в Северной Америке. Центральное место в активах и пассивах занимают финансовые центры – Токио, Гонконг, Сингапур, 55% всей суммы.

С другой стороны, развивающиеся рынки Азии все еще отстают по экономическим параметрам (внешним активам и обязательствам по отношению к ВВП) от других развивающихся стран, в том числе этот показатель составлял в 2012 г. 135% от ВВП в Азии, по сравнению с 420% в формирующейся Европе и 215% в Латинской Америке. Тем не менее, Гонконг и Сингапур, два финансовых центра, соответственно имели значительно большие зарубежные активы и обязательства (выше 1500% ВВП).

Стремясь обезопасить себя от возможных кредитных и финансовых рисков, азиатские страны проводили политику накопления валютных, преимущественно долларовых резервов. За период с 2005 г. по 2017 г. в Азии было накоплено свыше 4,3 трлн. долл. США, размещенных преимущественно в долгосрочные и краткосрочные государственные ценные бумаги, что ограничивало возможности использования инвестиций для целей экономического развития в регионе. Вследствие этого значительная часть зарубежных активов во многих азиатских странах в настоящее время находятся в форме официальных валютных резервов (см. Табл. 7). В частности, в Китае, Индии, Японии, Корее, Малайзии и на Филиппинах, валютные резервы достигли 20-50% от ВВП, составляя более 16-70% зарубежных активов. Крупные суммы валютных резервов вуалируют общее соотношение трансграничных активов и обязательств.

До азиатского финансового кризиса для многих азиатских экономик были характерны скромные валютные резервы и большие дефициты текущего счета платежного баланса, которые покрывались внешними заимствованиями. После кризиса эта ситуация изменилась – стали увеличиваться положительное сальдо текущего счета и валютные резервы. К середине 2000-х развивающаяся Азия начала экспортировать капитал и стала крупным чистым кредитором для вложений.

Таблица 6

Финансовый счет платежного баланса стран Азии, млн. долл.

	2009 г.	2011 г.	2012 г.	2015 г.	2016 г.
Итого	474807	401412	181814	481564	446682
Развитые страны Азии	248794	310220	159809	396559	471172
Развивающиеся страны Азии	226013	91192	22005	85005	24490
Австралия	-48253	-42551	-73309	-54941	-33154
Гонконг	18 254	14283	8543	16 568	15769
Япония	170244	157588	53080	178595	265379
Южная Корея	27 163	24316	51582	106299	100386
Сингапур	34 786	59630	50792	52556	57520
КНР	206 015	131669	132593	91521	-26633
Индия	-25 885	-62422	-89668	-23 593	-13601
Индонезия	7 749	-1748	-25345	-17941	-16632
Малайзия	26 557	23429	8845	14935	3700
Филиппины	5 525	6084	2489	4916	-770
Вьетнам	-15 637	-5239	-3890	-7 607	-2568

Источник: Подсчитано по статистике МВФ, <http://data.imf.org>

Поскольку у стран региона имелись значительные накопления резервов и капитала, сократилась проблема внешнего финансирования, снизилась и зависимость от поступлений иностранного капитала. Хотя «горячие» денежные притоки и оттоки в регионе сохраняются, но они не несут такие же последствия как это было в 90-е годы. За последние два десятилетия способность региона нейтрализовать серьезные экономические потрясения сильно возросла.

Многие эксперты считают, что такое положение сложилось в результате действия двух факторов. Во-первых, по мере развития экономики более глубокими становятся финансовые рынки и зависимость от иностранного финансирования сокращается. Во-вторых, изменение характера счета текущих операций вызванное политикой вмешательства государства в формирование валютного курса и удержания стоимости национальных валют относительно доллара, оказало тем самым поддержку экспортерам. Наряду с этим, ряд стран вводили ограничения на иностранное инвестирование и субсидии для поддержки национальной продукции. В тоже время нельзя не заметить, что ряд беднейших стран Азии продолжали экспортировать большие по отношению к их экономикам объемы капитала, что не соответствует данной модели экономического развития.

С началом мирового финансового кризиса, азиатские страны показали увеличение трансграничной финансовой взаимосвязанности, притягивая глобальные потоки капитала в регион. Австралийские и японские банки также активно заполняли пустоты, созданные

европейскими банками, которые уходили из региона. Валовые иностранные активы и обязательства в азиатской экономике увеличились на 90% за 2007-2016 гг., в то время как некоторые европейские страны (Австрия, Бельгия, Италия, Португалия и Испания) сокращали свои позиции.

Таблица 7

Валютные резервы стран Азии, млн. долл.

	2005г.	2013г.	2014г.	2015г.	2016г.	2017г.
Страна						
Развитые страны Азии	1595610	2661880	2676974	2679084	2709582	2883657
Развивающиеся страны Азии	1143988	4664351	4700796	4194373	3923074	4173126
Итого в т.ч.	2739597	7326231	737770	6873458	6632666	7056782
Австралия	41941	49745	50814	43059	50872	63561
Гонконг	124244	311129	328436	358701	386217	431355
Япония	834275	1237218	1231010	1207019	1188327	1232244
Южная Корея	210317	341650	358785	363149	366308	384453
Сингапур	115960	272864	256643	247534	246365	279689
КНР	821514	3839548	3859168	3345194	3029775	3158677
Индия	131924	276493	303455	334311	341145	389350
Индонезия	33140	96364	108836	103268	113493	126857
Малайзия	69858	133444	114572	93979	93072	100877
Филиппины	15926	75689	72057	73964	73433	73228
Таиланд	50691	161328	151253	151266	166157	196121
Вьетнам	9051	25893	34189	28250	36527	49076

Источник: IMF, *International Financial Statistics*, June 2017.

Азиатские инвесторы заметно увеличили свои трансграничные активы в период с 2010 по 2015 гг. (см. Табл. 8). В 2015 г. азиатские трансграничные активы составили 14,6 трлн. долл., что на 3,1 трлн. долл. больше по сравнению с 2010 г. Платежные требования банков за рубежом составили наибольшую долю в общей сумме трансграничных активов Азии – 4,4 трлн. долл. или 28,2% от общих трансграничных активов региона, затем следуют внешние прямые иностранные инвестиции (ПИИ), на которые приходилось 3,6 трлн. долл. или 24,9%. Трансграничные портфельные долговые активы составляли 24,6% – 3,6 трлн. долл. США и трансграничные портфельные активы в акционерный капитал занимали наименьшую долю – 22,0% или 3,2 трлн. долл.⁵⁰

Внутрирегиональная доля общих трансграничных активов Азии составляет 39,4% для совокупных внутренних ПИИ, за которыми следуют требования банков – 22,1%, активы по портфельным акциям – 20,0%, активы по портфельным долговым обязательствам – 16,7%. Внутрирегиональная доля трансграничных обязательств увеличилась по всем классам активов по сравнению с 2010 г., что подтвердило тенденцию к формированию регионально интегрированного финансового рынка в Азии.

Валовые трансграничные обязательства Азии превышают ее валовые трансграничные активы, что определяется ее привлекательностью как инвестиционного объекта. В 2015 г. общие трансграничные обязательства Азии (инвестиции в экономику) составили 15,1 трлн.

⁵⁰ Расчеты АБР на основе International Monetary Fund. Coordinated Portfolio Investment Survey. <http://cpis.imf.org> (accessed September 2016); International Monetary Fund. Coordinated Direct Investment Survey. <http://cdis.imf.org> (accessed April 2016); and Bank for International Settlements. Banking Statistics. <https://www.bis.org/statistics/bankstats.htm> (accessed September 2016).

долл., что на 3,1 трлн. долл. больше по сравнению с 2010 г. Трансграничные обязательства Азии были значительно смещены в сторону ПИИ, на долю которых приходилось 45,4% общих трансграничных обязательств Азии в 2015 г. Обязательства по портфельным акциям, банковским операциям и долговым бумагам составили, соответственно 24,5, 15,2% и 14,9% общих трансграничных обязательств региона.

Таблица 8

Зарубежные активы и обязательства стран Азии, (трлн.долл.)

	В целом по миру		Внутри региона	
	2015 г.	2010 г.	2015 г.	2010 г.
АКТИВЫ				
Всего	14,6	11,5	3,5	2,5
Банковские активы	4,4	3,4	1,0	0,6
Прямые инвестиции	3,6	2,5	1,4	0,9
Долговые требования	3,6	3,6	0,6	0,4
Портфельные инвестиции в акции	3,2	2,0	0,6	0,5
ОБЯЗАТЕЛЬСТВА				
Всего	15,1	11,5	5,1	3,4
Банковские пассивы	2,3	2,1	1,0	0,4
Прямые инвестиции	6,9	4,8	3,0	2,0
Долговые обязательства	2,3	1,7	0,6	0,4
Портфельные инвестиции в акции	3,7	2,9	0,6	0,5

Источник: расчеты АБР на основе Sources: ADB calculations using data from IMF.Coordinated Direct Investment Survey.<http://cdi.imf.org> (accessed February 2017); and Bank for International Settlements.Locational Banking Statistics.<https://www.bis.org/statistics/bankstats.htm>.

Внутрирегиональные обязательства Азии определяются в 5,2 трлн. долл., или 31,8% от ее общих трансграничных обязательств в 2015 г., по сравнению с 3,4 трлн. долл. или 29,5% в 2010 г. При этом удельный вес ПИИ в общей сумме обязательств составлял 44,3%, портфельных долговых обязательств – 27,0%, задолженности по банковским операциям – 23,0% и портфельным инвестициям в акции – 17,4%. Как и в отношении внешних активов, финансовые связи Азии по обязательствам также были сильнее с остальной частью мира, чем внутри региона. Тем не менее, внутрирегиональная доля общих трансграничных обязательств увеличилась по сравнению с 2010 г., что свидетельствует о постепенном повышении уровня региональной финансовой интеграции в целом по трансграничным пассивам.

Развитие финансовых связей Азии с другими регионами мира и между собой приобретают все более интенсивные и разнообразные формы. По мере того, как на этот регион приходится все более значительная часть мирового ВВП их международные рынки капитала становятся более развитыми и дерегулированными, они играют все более значимую роль в финансовых транзакциях с зарубежными странами. С начала 90-х гг. это стало общей тенденцией для развивающихся стран, на которые приходится все большая часть экономической деятельности в мире. Интеграция в финансовой сфере была направлена в значительной степени на достижение двух основных целей – повышение доступности

финансирования для субъектов национальных экономик и снижение издержек на трансграничные операции.⁵¹

Особое место в азиатском пространстве занимает Япония, которая является третьей 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 хозяйственного сближения стран. В последнее десятилетие обострилась конкуренция с Китаем, продвигающим свою концепцию «единого шелкового пути» в финансовой сфере и Японией, стремящейся расширить зону влияния Токио как финансового центра в азиатском регионе.

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 (при проведении операций с этими финансовыми инструментами и услугами), во-вторых, имеют равный доступ к этим финансовым инструментам и услугам и, в-третьих, пользуются единым режимом по текущим счетам и счетам движения капиталов.⁵²

Растущие потоки **прямых инвестиций** в Азию являются одной из сторон процесса прямого зарубежного инвестирования в мире. Увеличивающиеся размеры рынка, политика государств по поддержке иностранных инвестиций усиливает мотивацию иностранных инвесторов. За последние два десятилетия быстрое развитие торгово-экономических связей Азии создавало благоприятные условия для устойчивого роста экономики. Развитие трансграничных производственных сетей создало возможности даже для стран региона с низкими доходами привлекать транснациональные корпорации, ориентированные на глобальный и региональный экспорт.

Удельный вес Азии в прямых иностранных инвестициях (ПИИ) в мире в 2016 г. составил около 30% общего объема по сравнению с менее чем 20% в 2000-2005 гг. В результате объем накопленных прямых иностранных инвестиций вырос с 4,8 трлн. долл. в 2010 г. до 7,4 трлн. долл. в 2016 г. и стал ведущей статьей накопления капиталов.

В то же время произошедшие финансовые и структурные изменения в сфере производств и услуг, финансовых условиях деятельности предприятий создали возможность для крупных азиатских фирм инвестировать за границей, в значительной части внутри региона. В 2000-2005 гг., доля Азии в глобальных внешних прямых иностранных инвестициях колебалась в пределах 10%-15%, но в 2016 г. она выросла до 30%, в первую очередь за счет инвестиций КНР. В результате общая сумма активов прямых зарубежных инвестиций стран Азии выросла с 2,5 трлн. долл. до 4,1 трлн. долл.

Несмотря на определенное замедление прямого иностранного инвестирования в мире, внутрирегиональные инвестиции в Азии продолжали увеличиваться, а их доля выросла с 32% в 2007 г. до 55% в 2016 г. с 112 млрд. долл. до 272 млрд. долл.). КНР, Гонконг, Япония, и Сингапур продолжают диверсифицировать свои международные портфели в развивающихся азиатских странах (таких как Индонезия, Индия, а также КНР), чтобы получить конкурентные преимущества в расширении производственных сетей и обеспечении экспортных рынков и внедрении инноваций.

Значительная часть прямых инвестиций в регионе направлялась в новые предприятия в обрабатывающей промышленности и в сфере услуг, которые являются звеньями глобальных стоимостных цепочек, в то время как инвестиции за пределами региона принимали форму слияний и поглощений. Дальнейшее усиление роли Азии как глобального инвестора может способствовать увеличению внутрирегиональной доли ПИИ, что позволит использовать торговые инвестиционные связи для более всеобъемлющего и устойчивого роста и в большей

⁵¹Noel Gaston, Ahmed M. Khalid. Globalization and Economic Integration: Winners and Losers in the Asia-Pacific.p.104-105.Edward Elgar Publishing, 2010

⁵² Joseph Yam: Changes in Asia – a brief look at the dynamics within the region, BIS Review, p.1, NO. 44/2007

степени пользоваться преимуществами интернационализации, которые до сих пор использовали американские и западноевропейские ТНК.

Мировые инвестиции в **портфельные акции** увеличились с 5,5 трлн. долл. до 26,7 трлн. долл. в период с 2001 г. по 2016 г. Доля Азии в глобальных внешних инвестициях в акционерный капитал восстановилась со своего уровня 11,4% во время глобального финансового кризиса в 2008 г., достигнув 3,5 трлн. долл. Или 13,1% в 2016 г. Трансграничные инвестиции Азии в акционерный капитал оставались сконцентрированными в нескольких крупных экономиках за пределами региона, доля которых выросла с 77,3% до 81,0% за 2011-2016 гг. Основными направлениями внешнего инвестирования в портфельные акции были США – 26,4%, Каймановы острова – 26,2% и ЕС – 15,3%. Значительная часть увеличения приходилось на Японию, которая продолжала активно инвестировать в развитые неазиатские рынки. Анализ трансграничных активов и обязательств свидетельствует, что финансовые связи Азии с остальным миром остаются сильнее, чем таковые в регионе.

Внутрирегиональная интеграция оставалась относительно низкой, предполагая бóльший простор для расширения финансовых связей. Внутрирегиональная доля инвестирования во внешнепортфельные инвестиции снизилась до 19,0% в 2016 г. с 24,9% в 2010 г. Основными направлениями внутрирегиональных инвестиций в портфельные акции были КНР – 8,8%, Япония – 2,0% и Гонконг – 1,4%.

Уровень интеграции между фондовыми рынками во многом определяется структурой составляющих элементов, соотношением между долгосрочными и краткосрочными капиталами, их основными характеристиками. Степень интегрированности рынков, определяемая этими элементами, важна как для инвесторов, так и для регуляторов. Для инвесторов уровень интеграции фондового рынка определяет возможность диверсификации портфеля, эффективного распределения капитала.⁵³ Для регуляторов и определяющих политику инвестиций это помогает расширить базу инвесторов и ассортимент продукции, что укрепляет внутренние рынки капитала и создает условия для международной конкуренции. Интегрированный финансовый рынок также имеет значение для финансовой стабильности рынка, поскольку уменьшает вероятность ассиметричных потрясений и снижает риски трансграничного финансового заражения.⁵⁴

В последнее десятилетие уровень финансового взаимодействия азиатских рынков с рынками развитых стран существенно повысился. Китай, международные финансовые центры и страны АСЕАН стали важной частью международного портфеля ценных бумаг для диверсификации международных портфелей и управляемых фондов, что повысило доходность и снизило риски. Дальнейшее развитие этих стран сопровождалось быстрым ростом их фондовых рынков, в странах АСЕАН возник наднациональный фондовый рынок. В то же время правительства этих стран стали развивать трансграничные финансовые операции путем дерегулирования финансового рынка и либерализации счета операций с капиталом. Региональная финансовая составляющая этих рынков стала более заметно усиливаться после финансовых потрясений субстандартного финансового кризиса.

Иностранные инвестиции в акционерный капитал в Азии превзошли уровень валовых зарубежных инвестиций, что делает регион чистым получателем в трансграничном портфеле инвестиций.

Зарубежные инвестиции в портфельные акции в Азии выросли с 0,7 трлн. долл. в 2001 г. до 3,9 трлн. долл. в 2016 г., причем внутрирегиональная доля также увеличилась с 7,7% в 2001 г. до 17,5% в 2016 г. У основного источника, США, они находились примерно на одном и том же уровне 44,3% в 2010 г. и 44,2% в 2016 г., ЕС оставался вторым по величине источником

⁵³ S. Narayan, S. Srikanthakumar and S.Z. Islam. Stock market integration of emerging Asian economies: Patterns and causes. *Economic Modelling*, 2014, vol. 39, issue C, pp.19-31

⁵⁴ Michel Beine & Bertrand Candelon. Department of Economics, Maastricht University, The Netherlands Liberalisation and stock market co-movement between emerging economies .pp. 299-312, 2010.

инвестиций в Азии, несмотря на снижение в относительной доле с 27,5% в 2010 г. до 23,6% в 2016 г., Канада внесла 3,4% общего внутреннего портфеля инвестиций в 2016 г.

Основными внутрирегиональными источниками инвестиций в портфельные акции в Азии в 2010 г. были Гонконг, Китай; Сингапур, к 2016 г. порядок изменился – Гонконг, Сингапур; Япония. Внутрирегиональная доля в инвестициях в портфельные акции в целом в Азии выросла до 17,2% в 2016 г. с 16,6% в 2010 г. В разделии по субрегионам, главным источником инвестиций в портфельные акции Азии были страны Восточной Азии, на которые приходилось больше половины общей суммы. Восточноазиатская межрегиональная доля на 80,5% оказывала влияние на интеграцию большей части внутрирегионального фондового рынка, оставшаяся пришлась на Океанию – 8,4% и Юго-Восточную Азию – 8,2%. Участие Юго-Восточной Азии во внутрирегиональных инвестициях в портфельные акции составило 38,2%, они в основном направлялись в Восточную Азию – 65,8%, свой субрегион – 16,4% и Южную Азию – 13,0%. Океания также внесла 11,0% во внутрирегиональные портфельные инвестиции, причем половина ее вклада пришлась на Восточную Азию.

Доля внутрирегиональных акций как внешних, так и внутрирегиональных предполагает значительно более высокую региональную интеграцию трансграничных инвестиций в акционерный капитал, чем в долговые бумаги.

В области организованной торговли ценными бумагами, развивается сотрудничество между основными биржевыми площадками АСЕАН с тем, чтобы продвигать акции стран-членов как общий класс активов. В соответствии с задачами Азиатского Экономического Сообщества сформировано объединение семи азиатских бирж Asian Trading Link,⁵⁵ в целях разработки совместной платформы и программ электронной торговли, снижения издержек фондирования для зарегистрированных на бирже компаний и улучшения эффективности торгового оборота. На этих биржах зарегистрировано более 3600 компаний, охватывающих различные сектора экономики. AsianTradingLink обеспечивает брокеров участвующих бирж АСЕАН необходимой торговой информацией для выдачи заказов непосредственно на другие участвующие биржи. В настоящее время инвесторам предоставляется единая точка ввода на трех крупнейших рынках акций стран АСЕАН. Соглашение связывает участвующие биржи для обеспечения условий трансграничной торговли и маршрутизации заказов через электронную сеть.

В настоящее время эта организация включает в качестве действующих биржи Таиланда, Брунея, Малайзии и Сингапура. В АСЕАН продолжается поиск путей повышения эффективности рынков капитала, где с 2014 г. действует Коллективная инвестиционная структура АСЕАН (ASEAN CollectiveInvestmentFramework) для трансграничного предложения бумаг розничным инвесторам в рамках упрощенного процесса авторизации. В настоящее время в рамках системы действует 12 фондов. Вместе эти инициативы приносят пользу как эмитентам, так и инвесторам путем оптимизации и снижения стоимости доступа к капиталу и инвестициям, а также помогают рециклировать капитал в регионе.

Остальные биржи рассматривают возможность подключиться к этой региональной торговой платформе, однако откладывают это до появления у них привлекательных финансовых продуктов, обеспечивающих возможность торговых сделок с иностранными инвесторами, поскольку опасаются оттока капитала. Также еще одним формальным препятствием является то, что биржи не являются членами Международной организации комиссий по ценным бумагам (ИОСКО).

Развитие трансграничного азиатского рынка **ценных бумаг с фиксированной ставкой**, таких как государственные и частные облигации, помимо общих причин макроэкономического характера (развитие финансовой интеграции) тесно связано с проблемой диверсификации диапазона сберегательных инструментов, преодоления сложившейся структуры, опирающейся во многом на систему косвенного финансирования, и создания самостоятельного сегмента

⁵⁵ <https://asia.nikkei.com/magazine/20150205-Changes-in-the-air/Markets/Hiromi-Hayashi-ASEAN-Trading-Link-faces-challenges>

глобального фондового рынка. Эта задача явилась важным секторальным приоритетом, поскольку последствия кризиса в Восточной и Юго-Восточной Азии 1997-1998 гг. были значительно усилены вследствие слабости данного сегмента рынка.

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

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

- базовую кривую 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 созидателей 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 (Совет исполнительных директоров центральных банков Восточной Азии и Океании). С июня 2003 г. начал действовать первый Азиатский облигационный фонд (ABF 1) с объемом 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). Фонд находится в пассивном управлении Банка международных расчетов на базе эталонного индекса. Мониторинг деятельности фонда осуществляет Комитет по надзору ЕМЕАР.

Концепция азиатского рынка облигаций была расширена с введением Азиатского облигационного фонда 2 (ABF 2) в апреле 2005 г., инвестирующего в корзину ценных бумаг в местных валютах той же группой 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. На середину 2017 г. чистые активы фонда составляли около 4 млрд. долл.⁵⁶ FoBF имеет двухуровневую структуру, где головной фонд инвестирует в облигации, эмитируемые на рынках тех же восьми стран.

В настоящее время разработан целый ряд предложений на уровне как национальных, так и региональных финансовых и монетарных органов, направленных на расширение системы ABF с тем, чтобы она распространялась на значительно более широкий круг стран. 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), в которую в

⁵⁶ <http://www.abf-paif.com/>

настоящее время входят 23 кредитных агентства из 13 стран. Однако это объединение 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 кредитов находится на начальной стадии.

Накопленный объем азиатских инвестиций в иностранные облигации вырос с 1,3 трлн. долл. в 2001 г. до 4,0 трлн. долл. в 2016 г. В первую очередь в этот период росла доля внутрирегиональных облигаций, которая к 2014 г. составила 18,9% по сравнению с 7,1% ранее, увеличиваясь среднегодовыми темпами на 15,8% по сравнению с остальными странами – 7,1%. Но в последние годы эти темпы стали снижаться до 4,3% против 8,2% для остальных стран, вследствие чего внутриазиатская доля снизилась до 15,3%, поскольку восстановление прибыльности в 2016-2018 гг. в странах развитой экономики в США и странах Западной Европы стали привлекать в эти страны часть региональных инвесторов. Основной страной-инвестором являлась Япония, на которую приходится около 60-70% всех вложений. С другой стороны, основная часть инвестиций в облигации приходилась на Восточную Азию, а затем Юго-Восточную Азию, причем основными странами-дебиторами являлись Австралия, Китай и Япония, хотя в последние годы увеличилась доля и других стран региона.

Азиатские облигации, выходящие на международный рынок, включают два сегмента: рынок облигаций, номинированных в долларах, и рынок долговых инструментов в национальных валютах. 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.

Общий объем иностранных инвестиций в долговые бумаги Азии показал устойчивый рост с 0,4 трлн. долл. в 2001 г. до 2,2 трлн. долл. в 2016 г. В основе роста лежит долговременное снижение процентных ставок в ЕС и США за период 2009-2016 гг., что привлекло многих инвесторов в азиатский регион. Внутрирегиональные инвестиции в облигации во многом увеличивались благодаря гонконгским, а также японским инвесторам, которых привлекали инвестиции с более высокой чем в Японии ставкой доходности.⁵⁷

Рынки облигаций в регионе стали быстро развиваться после азиатского финансового кризиса, чему в немалой степени способствовали региональные и страновые инициативы в этой области. Особенно значительный рост отмечался у рынков в национальной валюте, которые стали примерно в 16 раз больше, чем непосредственно в посткризисный период. В первую очередь расширялись рынки Китая и Южной Кореи, однако и рынки стран АСЕАН также показывали быстрое увеличение, хотя и не сопоставимое с результатами ранее названных стран.

Рост рынков валютных облигаций также развивался довольно высокими темпами, хотя они заметно отставали от роста облигационного рынка в местной валюте (см. График 4). В результате рынок изменил свою конфигурацию, доля азиатского рынка валютных облигаций заметно снизилась.

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.

Вместе с тем, несмотря на то, что к настоящему времени достигнуто заметное продвижение в области развития рынка паназиатских облигаций, потребуется длительное время

⁵⁷ Asian Development Bank. Asia Bond Monitor, March 2017, p. 11

для того, чтобы они стали реальным 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, хотя в области регулирования предпринимаются шаги по стимулированию их более свободной циркуляции внутри региона.

График 4

Непогашенная задолженность по валютным облигационным займам стран Азии с формирующейся рыночной экономикой, млрд. долл., в % к ВВП

Доля корпоративных облигаций в валютных облигациях

Источник: Статистика Азиатского Банка Развития

При определении оптимальных размеров рынка одной из сложных задач является выявление оптимальной структуры с точки зрения наличия местных и иностранных инвесторов. На азиатских рынках облигаций по мере их развития возникает целый ряд сопутствующих проблем, в том числе отсутствие ликвидности, слабое местное институциональное участие и менее благоприятные профили инвесторов.

При выходе на глобальные рынки государственные и корпоративные заемщики сталкиваются с целым рядом ограничений общего характера, которые препятствуют инвесторам перераспределять часть инвестиций на эти страны. В частности инвесторы, сталкиваются с «головоломкой Фельдштайна-Хориоки», которая предполагает, что ограничения для глобальных потоков капитала включают явные протекционистские барьеры, такие как контроль за движением капитала, различные виды налогообложения и транзакционные сборы, а также неявные торговые барьеры, такие как асимметрия информации, а также обменный курс и регулирующие риски. Несмотря на то, что на фоне углубления глобальной финансовой интеграции постепенно снижалось число явных барьеров, на мировых рынках капитала сохраняются ограничения инвестиций из-за различных издержек, связанных с многочисленными рыночными трениями.

Для формирования полноценно развитых рынков капитала, и, в частности, рынков капитала потребуется длительный период, 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 формирования единого финансового рынка стала неразвитость региональной финансовой инфраструктуры, отсутствие организаций по определению кредитных рейтингов, а также системы клиринга и страхования, надзора и контроля операций. Формирование регионального рынка ценных бумаг также должно обеспечиваться гармонизацией правовых и регулирующих систем, унификацией системы налогообложения по финансовым операциям.

В этом плане представляет интерес оценка перспектив финансовой интеграции стран Восточной Азии на ближайший период. Проведенный эмпирический анализ финансовых

рынков в регионе показывал, что фондовые индексы стран в большей степени реагируют на динамику американских индексов, чем на динамику друг друга, при этом отсутствуют тесные взаимосвязи между облигационными рынками стран региона, это подкрепляется и результатами кластерного анализа на основе 9 макроэкономических показателей. По мнению автора, большая часть средств в структуре финансирования стран Восточной Азии по-прежнему поступает в форме кредитов, поэтому сохраняется высокая зависимость от банковского сектора. Финансовые рынки стран Восточной Азии по-прежнему разительно отличаются друг от друга, они пока не готовы к полной интеграции и их роль на мировой арене не столь значима, за исключением Сингапура, Японии и Гонконга.⁵⁸

Банковские операции остаются, хотя и в меньшей степени, одной из основных составляющих движения капиталов между Азией и другими регионами. Активы и обязательства азиатских банков по-прежнему в значительной степени определяются операциями за пределами региона, в частности с США и ЕС, однако внутрирегиональная доля операций увеличилась в течение 2011-2016 гг. с 17,8% до 21,4% для банковских активов, и с 18,8% до 25,7% – для банковских обязательств.

Зарубежные активы банков Азии выросли с 1,3 трлн. долл. в 2001 г. до 4,4 трлн. долл. в 2016 г. После глобального финансового кризиса внутрирегиональная доля Азии быстро увеличилась – с 14,3% в 2008 г. до 24,3% в 2014 г., несколько снизившись до 21,4% в 2016 г. Сокращение балансов международных операций банков ЕС позволило азиатским банкам существенно усилить свои региональные позиции.⁵⁹ Расширение внутрирегиональных банковских операций создает возможность появления региональных системно важных финансовых институтов, что требует надлежащего регулирования и надзора, а также сбалансированного управления рисками и ликвидностью.

Трансграничные банковские операции во многом определялись стратегией банков Японии, которые на фоне ограниченного внутреннего кредитного спроса и низких темпов финансирования компаний заметно увеличили кредитование за рубежом. Увеличение банковских активов вызвано как происходящим повышением курса иены, так и предоставлением долгосрочных проектных кредитов и участия в синдицированных займах. Во внутрирегиональном движении банковских средств Сингапур, КНР и Гонконг оставались основным объектом приложения капиталов.

Банковские обязательства Азии увеличились с 655,1 млрд. долл. США в 2001 г. до 2,4 трлн. долл. в 2016 г. После ужесточения банковских ограничений и сокращения операций банков во время кризиса в ЕС, трансграничные обязательства банков за пределами Азии выросли всего на 0,1% в период с 2011 по 2016 гг., в то время как внутрирегиональные банковские обязательства в Азии выросли на 25,7% до 132,4 млрд. долл., в основном за счет их роста в Гонконге, Сингапуре и Тайване. Азия также несколько увеличила трансграничные банковские обязательства в ЕС в последние годы, и сократила их в США, что определялось более высокими процентными ставками в Соединенных Штатах по сравнению с ЕС.

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

⁵⁸ Я.В. Демина. Финансовые рынки стран Восточной Азии: интеграция и конвергенция. *Пространственная Экономика*, № 3, 2016.

⁵⁹ IMF. *Global Financial Stability Report*, April 2015, p. 55

В течение длительного времени финансовая интеграция в Азии не получала такого заметного развития, как в Северной Америке или Европе, хотя уровень экономических и, особенно, торговых связей в последние десятилетия заметно возрос. Экономики азиатских стран в финансовой сфере по целому ряду позиций платежного баланса все еще в меньшей степени интегрированы друг с другом, чем экономики развитых стран. Это сдерживает общий процесс экономической интеграции, где максимальное использование сравнительных преимуществ в производственной и торговой сфере должно подкрепляться развитием кредитно-финансовой инфраструктуры.

В современных условиях, когда происходит пересмотр концепции «глобальной финансовой архитектуры», внутрирегиональная интеграция для азиатских стран становится одним из способов формирования относительно жизнеспособного финансового рынка. Объединяя ограниченные ресурсы в единое целое, они получают возможность обеспечить доступ к ним нуждающимся в финансовых средствах компаниям и государственным органам. С другой стороны, увеличиваются возможности приложения финансовых ресурсов для потенциальных инвесторов из региона.

Способствуя решению внутренних задач каждой из национальных экономик, то есть повышению доступности финансирования, внутрирегиональная интеграция в то же время ведет к расширению экономических связей между государствами одного региона. Соотношение интенсивности общеэкономической и финансовой интеграции определяется конкретной степенью развития интеграционных процессов в экономической и политической сфере.

Развитие финансовой интеграции в регионе принимает различные формы, увеличиваясь как по объему, так и за счет расширения стран-участниц. Так, по Восточной Азии портфельные инвестиции увеличились за период 2003-2014 гг. в 3 раза по объему, синдицированные кредиты – в 4 раза, слияния и поглощения – в 6 раз и только инвестиции в новые проекты сократились на 12%. За это же время увеличилось число межстрановых инвестиционных соглашений. Монголия привлекла портфельные инвестиции из 8 стран Азии, синдицированные кредиты и слияния и поглощения – из 3, инвестиции в новые проекты из – 5. Ряд соглашений региона имеют универсальный характер. Вьетнам расширил связи в области портфельных инвестиций с 2 экономиками Азии, синдицированных кредитов – 3, слияний и поглощений – 10, по инвестициям в новым проектам – 3.

В значительной степени расширились возможности участия во внутрирегиональных трансграничных финансовых операциях вследствие заключения двух и многосторонних инвестиционных соглашений, поскольку они непосредственно определяют процесс либерализации потоков капитала. В частности, в АСЕАН с 2012 г. действует Комплексное инвестиционное соглашение, направленное на повышение роли трансграничных инвестиций в рамках финансовой интеграции, предполагающее открытый, прозрачный и интегрированный режим для местных и иностранных инвесторов.

В целом, складывающаяся в регионе структура сотрудничества направлена на обеспечение интеграционных процессов в сфере финансов по трем основным направлениям:

- межправительственные формы сотрудничества в рамках официальных организаций, таких как АСЕАН (Экономическое сообщество АСЕАН), которые включают сотрудничество между членами и близлежащими странами (АСЕАН + 3), Ассоциации регионального сотрудничества Южной Азии (СААРК) и др.;

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

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

С целью снизить уязвимость азиатских экономик от процессов финансовой глобализации получили развитие всеобъемлющие соглашения, охватывающие основные направления экономической интеграции на различных уровнях хозяйственного

взаимодействия. В 1999 г. Группа АСЕАН + 3 (члены АСЕАН + Китай, Республика Корея и Япония) достигли договоренности о развитии сотрудничества в различных сферах, включая и финансовую, к ним в дальнейшем присоединилась и Индия. Региональные экономические организации проявляют наибольшую активность по формированию механизмов финансового сотрудничества в Азии и субрегионах. 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 при Ассоциации регионального сотрудничества Южной Азии.

Наряду с этим, существует ряд других инициатив в области финансового сотрудничества, направленные на содействие внутрирегиональной интеграции, включая Инициативу Чианг Мая, Форум рынка капитала АСЕАН (АСМФ) и Азиатскую инициативу по рынкам облигаций (АВМІ). Инициатива Чианг Мая, запущенная в 2010 г., предполагает создание сети двусторонних соглашений по обмену капиталом между экономиками АСЕАН, Китайской Народной Республикой (включая Гонконг), Японии и Республики Корея для решения проблемы краткосрочной ликвидности в регионе в дополнение к существующим международным финансовым механизмам. Этот региональный финансовый механизм стал основой по оказанию взаимной валютной поддержки центральными банками посредством проведения двухсторонних своп-операций. Созданная в 2004 г. АСМФ, является форумом регуляторов рынка капитала из 10 стран АСЕАН (Бруней-Даруссалам, Камбоджа, Индонезия, Лаосская Народно-Демократическая Республика, Малайзия, Мьянма, Филиппины, Сингапур, Таиланд и Вьетнам). В начале своей деятельности АСМФ была ориентирована на проекты по гармонизации стандартов и унификации правил на рынках капитала, но затем стала выносить на обсуждение вопросы более стратегического характера для обеспечения большей интеграции рынков капитала в регионе.

Другим важным направлением совместных действий является Азиатская инициатива по рынкам облигаций (АВМІ), одобренная 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, по мнению экспертов, удовлетворить потребность в долгосрочном финансировании за счет частных сбережений и устранить проблемы, вызванные несоответствием валют и сроками обращения долговых инструментов, и поможет не только предотвратить повторение валютного кризиса, но также приведет к снижению стоимости финансирования для корпораций.

Таким образом, были заложены основы двухуровневой системы поддержки ликвидности: «Чиангмайская инициатива» создана для поддержки ликвидностью стран-членов, испытывающих краткосрочный дефицит платежного баланса в целях предотвращения платежных кризисов, в то время как АВМІ 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.

Региональные финансовые механизмы, созданные первоначально для поддержки отдельных сегментов финансовых рынков и содействия их устойчивости, все больше выступают как центральное звено новой системы, в которую в качестве элементов входят финансовые рынки региона и единая финансовая страховочная сеть.

В целом, хотя развитие региональной финансовой интеграции несет определенные преимущества, но также сопряжено с определенными рисками. С одной стороны, азиатский регион может извлечь выгоду из большей финансовой диверсификации и снизить концентрацию и зависимость от экономики западных стран. Более того, поскольку страны региона имеют достаточно полное представление о кредитно-финансовых институтах и деловой культуре других стран Азии, более широкое региональное регулирование в

дальнейшем будет способствовать финансовой интеграции, обеспечивая улучшение прозрачности в области информационных сегментов. С другой стороны, этот процесс может принести импортируемую волатильность из других стран региона. Кроме того, растущая регионализация будет означать более высокий уровень воздействия на экономику стран из-за возникающих в регионе шоков, и более быстрое распространение потрясений извне, когда они попадают в экономику региона. Поскольку финансовые институты развивающихся стран менее жестко регулируются, чем развитых, это может негативно повлиять на стабильность финансовых систем всего региона.

Касаясь дальнейших путей развития интеграции, следует учитывать, что слабо развитая финансово-правовая структура, низкий уровень ликвидности, недостаточные стандарты аудита и бухгалтерского учета, полупрозрачность и медленно адаптирующееся к цифровой экономике корпоративное управление, характеризующие финансовые рынки ряда азиатских стран, оказывают влияние на «безопасность» активов для распределения своих избыточных сбережений и, следовательно, стимулирует инвестиции в активы из развитых стран. Кроме того, финансовая отсталость может проявляться и в других формах, что сказывается на географической структуре внешнего баланса страны. Более высокая степень финансового развития США и стран Западной Европы влияет не только на состав и наличие финансовых инструментов для отечественных и иностранных вкладчиков, но также на способность финансовых рынков и институтов инвестировать за рубежом и диверсифицировать риски на международном уровне. Учитывая эти особенности развития финансовых рынков, следует ожидать появления различных интеграционных схем региона с развитыми странами и развивающимися странами Азии, Латинской Америки и Африки и между самими восточноазиатскими странами по различным типам инвестиций. В частности, ожидается, что Восточная и Юго-Восточная Азия будут в большей степени сопряжены с финансированием по линии синдицированного кредитования, портфельных инвестиций и слияний и поглощений с Северной Америкой и западноевропейскими странами, а с развивающимися странами более тесно – по линии ПИИ.

Глава V. Проблемы и эволюция практики регулирования финансовых рынков стран Азии в посткризисный период

Различные уровни экономического развития во многом определяют состояние и построение регулятивной системы стран Азии. В целом можно выделить три основные группы стран в Азиатско-Тихоокеанском регионе, у которых существуют довольно большие различия в системах регулирования и надзора. Это, во-первых, группа развитых стран – Япония, Австралия, Южная Корея, с четко определенной системой финансового рынка, которые поддерживают сильную устойчивость по капиталу и ликвидности, ребалансировку портфеля финансовых институтов, повышение степени участия корпоративного сектора в финансовых инструментах при низких темпах экономического роста. Во-вторых, группа финансовых центров – Гонконг, Сингапур, в определенной степени Шанхай, которые являются кластером национальных и международных финансовых услуг на базе развития коммерческой и телекоммуникационной инфраструктуры. Третья группа развивающихся стран – страны с формирующимися рынками – Китай, Индия, Малайзия и Таиланд – и менее развитые страны – Бангладеш, Камбоджа, Лаосская Народно-Демократическая Республика, Мьянма и др. – которые при оценке эффективности финансовой системы в первую очередь исходят из соображений экономического роста и, соответственно, оценки влияния финансовой системы на этот рост.

В свою очередь, между азиатскими странами с формирующейся рыночной экономикой и менее развитыми странами существуют большие различия в уровнях развития, экономической структуре, а также сильных и слабых сторонах финансового сектора. Для определения основных закономерностей в регулятивной политике и институтах важно выделить общие моменты, объединяющие и необходимые для дальнейшего развития финансового сектора. Для стран Азии характерно серьезное отставание по ряду секторов экономики, в особенности в сравнении с динамичным сектором экспортных обрабатывающих отраслей, т.е. имеется необходимость определить подходы, призванные консолидировать области прочности финансовых систем и уменьшить пороги уязвимости.

Для значительной части стран Азии, регуляторные системы которых всё ещё не соответствуют современной модели финансового рынка, крайне сложно найти баланс между национальными и глобальными механизмами финансового регулирования. С одной стороны, необходима последовательная адаптация национальной финансовой системы к постоянно меняющимся международным правилам, с другой – требуется взвешенный, с точки зрения национальных интересов, подход к финансовым реформам без «забегания вперед», особенно в поддержке технологических инноваций и, одновременно, без чрезмерного консерватизма. В более широком плане в поддержке существующей модели экономического роста важную роль в регионе играют регуляторные реформы на национальном уровне, но они не могут обойтись без преобразований, которые определяют основные направления регулирования в мировой финансовой системе. Речь идет не только о глобальных подходах к регулированию, но и об изменениях на региональном уровне, где процессы интеграции проходят более активно.

Но, несмотря на возросшую координацию международных и национальных институтов, по-прежнему остаются нерешенными вопросы регулирования, вытекающие из особенностей экономического развития, построения финансовых систем различных групп стран.

Осуществление реформ и реструктуризация финансовой системы в странах Азии, которые находились в эпицентре кризиса конца 90-х гг., привели к значительным изменениям в сторону ее оздоровления, что позволило им сравнительно легко преодолеть кризисные явления 2008-2009 гг. Вместе с тем, эти страны использовали различные стратегии построения финансовых систем, определившие их дальнейший рост. В странах с преобладанием госсектора банки не сталкивались с обычными финансовыми рисками, поскольку за ними стояло государство, и в случае ухудшения финансовых показателей, осуществлялась государственная поддержка, что находило отражение в росте государственного долга.

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 2000-2008 гг. выросла в 2,5 раза до 378,8 млрд. долл.⁶⁰

После выхода из кризиса в странах с формирующимся рынком – Индия, Индонезия, Южная 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, означающего растущее превышения сбережений над внутренними инвестициями, при существующих реалиях свидетельствует о том, что значительная часть внутренних сбережений инвестировалась в иностранные активы.

Исходя из этого, для развивающихся стран Азии становится все более важным осуществление структурных преобразований для преодоления этой тенденции, включающей два базовых направления. Во-первых, обеспечение экономического роста и развития при сохранении финансовой устойчивости и, во-вторых, создание условий инклюзивного подхода для поддержания социальной стабильности. Таким образом, при рассмотрении вопросов, связанных с развитием финансового сектора и регуляторной реформы, эти близкие по своему характеру цели должны занимать центральное место. В то же время, для развивающихся стран Азии, при решении вопросов обеспечения баланса между ростом и стабильностью, все большее внимание уделяется проблеме соотношения между регулированием и инновациями. В этом плане большое значение имеет последовательность реформ для реализации этих целей.

По мере того как банковская система расширяла охват за пределами традиционной клиентской базы и брала на себя новые риски, ставилась задача укрепления пруденциального регулирования и надзора в целях повышения ее системной и финансовой устойчивости. Усиление регулирования и надзора стало особенно важным для развивающихся стран с относительно слабой инфраструктурой финансового рынка в целях оценки кредитных рисков и эффективного управления ими. Во многих странах Азии регуляторы расширили свои компетенции, им предоставили полномочия с тем, чтобы они могли более полно оценивать уровень банковской устойчивости в быстро развивающейся финансовой среде и определять влияние новых разработок на микро- и макропруденциальную стабильность финансовых институтов, осуществлять управление рисками и защиту прав инвесторов.

Слабое развитие финансовых систем многих развивающихся стран Азии является одним из важных факторов, препятствующих финансированию устойчивого развития и поддержанию высоких темпов роста. Развитие финансового сектора предполагает создание и расширение финансовой инфраструктуры, с эффективными платежными системами, прозрачные права собственности, информационную инфраструктуру, сильную нормативно-правовую базу. Особое внимание уделяется финансовым потребностям региона в области инфраструктуры для МСП, а также содействию финансовой инклюзивности семей с низким уровнем дохода. В частности, в рамках развития банковского дела потребуются расширить банковские услуги для более широкой части населения, особенно МПС, в том числе путем дальнейшего развития микрофинансовых рынков. Касательно рынков ценных бумаг, развитие инфраструктуры рынка, прозрачности и корпоративного управления имеют важное значение для стабильности не только на фондовых рынках, но и долговых рынках.

Содействие на государственном уровне финансовому включению (повышение степени охвата финансовыми услугами населения) дает возможность вовлечь малообеспеченное население в сферу финансового обслуживания, расширять его участие в деловой и

⁶⁰ <http://unctadstat.unctad.org/wds/TableViewer/tableView.aspx?ReportId=96740>

экономической деятельности. В настоящее время около 90% из 180 млн. домохозяйств с низким уровнем доходов в регионе не имеют доступа к банковским счетам. Большинство финансовых институтов не предоставляет им финансовых услуг из-за предполагаемых высоких рисков, больших издержек, вызванных небольшой суммой транзакций и неспособностью бедных слоев предоставить рыночное обеспечение кредитов. Содействие финансовому включению рассматривается как одна из серьезных проблем экономического развития для большинства стран Азиатско-Тихоокеанского региона и является одним из ключевых факторов обеспечения всеобщего и сбалансированного экономического роста. Предоставляя бедным слоям средства и доступ к кредитам и страхованию, поддерживающие эту стратегию национальные финансовые институты помогают им управлять рисками, выстраивать активы, увеличивать доходы и в целом улучшать благосостояние. Большую помощь в налаживании финансовых потоков владельцам микро- и малого бизнеса оказывают международные финансовые институты и, в частности, Азиатского банка развития, которые используют свои финансовые продукты для содействия финансированию частного сектора для кредитования микро- и среднего бизнеса.

Мировой финансовый кризис и его последствия усилили необходимость создания эффективной национальной, региональной и глобальной рамочной основы для обеспечения финансовой стабильности. На национальном уровне это прежде всего означает, что создаются всеобъемлющие рамки и планы действий в чрезвычайных для финансовых институтов обстоятельствах, в том числе меры по защите интересов потребителей, такие как страхование депозитов. На региональном уровне, создание региональных и субрегиональных структур будет содействовать поддержанию регионального экономического и финансового сотрудничества, координации политики и помощи в кризисных ситуациях, дополняя роль Совета по финансовой стабильности. Наряду с этим, Азия продолжает участвовать в реформе международной финансовой архитектуры и создании глобальных сетей финансовой безопасности для усиления мер по предотвращению кризисов. Отсутствие необходимой инфраструктуры и институциональной поддержки продолжает сопровождаться занижением уровня развития банковского сектора региона.

В связи с этим перед регуляторами стоят проблемы, каким образом содействовать развитию более широкого спектра финансовых секторов и рынков, в том числе небанковских финансовых учреждений, рынков долгового и акционерного капитала, секьюритизации и производных, обеспечив повышение системной устойчивости институтов. Финансовой стабильности способствует диверсификация финансовых систем, удовлетворение спроса на различные финансовые услуги путем введения дополнительных условий с учетом риска вкладчиков и инвесторов, что снижает риск чрезмерной зависимости от банков.

Небанковские финансовые институты, такие как частные инвестиционные фонды, взаимные и пенсионные фонды, хедж-фонды, страховые и лизинговые компании, а также фонды венчурного капитала, быстро растущие в более развитых странах региона, в остальных странах региона остаются в значительной степени недоразвитыми. В большинстве азиатских стран со средним уровнем доходов, пенсионные системы являются относительно новыми институтами с ограниченным охватом. В последние годы в некоторых крупных странах, в том числе в КНР, Индонезии, Таиланде и Вьетнаме, созданы национальные пенсионные системы или путем расширения охвата и улучшения условий укреплены существующие схемы. Частные пенсионные фонды, однако, все еще находятся на эмбриональной стадии развития, даже в странах со средним уровнем доходов. С учетом роста стареющего населения, особенно в КНР и Таиланде, процесс пенсионной реформы, по-видимому, потребует ускорения.

Азия все более испытывает необходимость диверсификации кредитно-финансовых систем для того, чтобы снизить чрезмерную зависимость от банковского сектора, имеющего в своей основе, как известно, устойчивое несоответствие сроков погашения активов и пассивов. В настоящее время во многих азиатских странах на банковскую систему приходится более 60% всех имеющихся финансовых активов. Интенсивное развитие институциональных инвесторов, ориентированных на среднесрочное и долгосрочное финансирование, позволило бы сократить

это несоответствие и обеспечить дополнительные средства для экономического развития. Индустрия управления активами, в частности, может помочь усилить "подушку безопасности" предприятий, тем самым увеличивая их способность брать на себя долговые обязательства и активно воздействовать на инвестиции, что будет также способствовать укреплению предпринимательского сектора. Но до сих пор на эту группу финансовых институтов приходится менее одной трети активов, причем основная часть приходится на развитые финансовые центры – Японию, Гонконг и Сингапур.

Устойчивость финансовых систем Азии к долговременным макроэкономическим шокам проявилась во время кризисов банковского сектора США и еврозоны и последовавшими за ними периодами стагнации. Здоровые балансы банковских институтов в государственном и частном секторе, управление рисками и в целом незначительная роль токсичных активов существенно снизили уязвимость финансовых систем. Азиатские регуляторы обладают большим арсеналом инструментов макропруденциальной политики: регулирование отношения объема кредита к рыночной стоимости залога – Гонконг и Сингапур; резервных требований – Китай и Южная Корея; валютного контроля – Малайзия; стресс-тестов – Австралия и др. Нормативно-правовые базы стран Азии более «консервативны», с большим регулятивным захватом и меньшим упором на преимущества свободных финансовых рынков. Большие валютные резервы явились в целом ряде случаев "подушкой" от волатильных потоков капитала.

В то же время финансовая система Азии во много подвержена систематическим рискам, возникающим под воздействием изменений в реальном секторе экономики (например, структурной перестройки и технологий) на банковские портфели и модели финансирования, в результате волатильности потоков капитала и цен на активы, взаимосвязанности банков с «теневыми» банковскими институтами. Ограниченность отдельных направлений регулирования затрудняет решение проблемных задач, таких как процикличность, воздействие на финансовый рынок транснациональных компаний, повышение финансовой сложности банковских операций. Банковские системы все еще недостаточно развиты и больше зависят от розничных продуктов, а не оптового финансирования, на что, в частности, указывают рекомендации Базеля III.

Меняющаяся под влиянием глобальных экономических условий структура развивающихся рынков отражает тенденцию замедления экспорта в промышленно развитые страны и большую ориентацию на внутренний спрос и инвестиции, выступающие в качестве двигателей роста. Предполагается, что азиатские финансы в большей степени будут обслуживать реальную экономику при соответствующем распределении финансовых ресурсов, ориентации на рыночные цены, управлении рисками и постановки целей государственного управления и их обеспечения. Хотя проблемы, стоящие перед рынками капитала, различаются по отдельным странам, в целом им необходимо отходить от существующей структуры финансовой системы. Для развития рынков капитала необходима дальнейшая модернизация рыночной инфраструктуры, включая информационные и торговые платформы; создание платежных и расчетных систем, правовых механизмов; использование партнерских связей между государственным и частным секторами и более глубокое региональное сотрудничество для выявления и устранения узких мест и барьеров свободной торговли и финансовой интеграции.

В то же время сохраняется относительная слабость финансовых систем развивающихся стран Азии, где процесс аккумуляции капитала не достиг нужных размеров, а на крупные государственные и частные компании приходится большая часть динамики роста. Так обстоит дело не только в относительно слаборазвитых странах, но и в Китае и Индии, где идет интенсивный процесс накопления капитала. Кроме того, вторичные рынки капитала остаются в большинстве неликвидными за исключением некоторых стран. Остается недоиспользованным такой важный канал инвестиций как рынки государственных и корпоративных облигаций. В то же время продолжает сохраняться разрыв в развитии финансовых систем развитых и развивающихся стран Азии.

Эта проблема тесно связана с процессом финансового посредничества, которое в свою очередь определяется степенью и разветвленностью систем регулирования. Многие активы, доступные для инвестиций, исходя из их долгосрочного характера, не приобретаются банками и институциональными инвесторами.⁶¹ В то же время растет потребительское и ипотечное кредитование по сравнению с корпоративным финансированием. Банки переходят к финансированию стандартизированных розничных продуктов и некоторых конкретных кредитных линий, которые легко поддаются коммерциализации, могут быть выполнены в больших масштабах и связаны с относительно низким риском, таким как лизинг и залоговое кредитование.

Одной из важных задач для регулирующих органов в развивающихся экономиках является стимулирование и поощрение управлением развития финансового рынка при сбалансированном отношении к инновациям. С одной стороны регуляторы должны проявлять особую осторожность в отношении комплексных инноваций, которые для банковского или инвестиционного регулирования более трудны для оценки или отслеживания основных рисков финансовых продуктов или услуг. Но с другой стороны, важно проводить различие между основными элементами развития финансового рынка и рискованными финансовыми инновациями. Для многих развивающихся экономик простые инновации, создание и использование новых финансовых инструментов, технологий и услуг, таких как секьюритизация и производные, могут быть очень полезными для расширения доступа к финансовым ресурсам и содействия финансовой эффективности и отказоустойчивости.⁶²

Быстрое проникновение финансовых нововведений во многих областях в слаборазвитые финансовые системы региона при неподготовленности регуляторов вызывает целый ряд серьезных трудностей и требует адекватной реакции. Некоторым из более развитых региональных экономик также необходимо сохранять жесткие условия, учитывая воздействия на банковскую систему новых финансовых продуктов и услуг. Степень влияния финансовых инноваций и глобализации на финансовые системы региона не может быть столь же высокой в сравнении с промышленно развитыми странами. Нельзя не заметить, что банковские системы Азии хорошо продержались по сравнению с их западными аналогами в значительной степени из-за их относительно низкой степени финансовых инноваций и новшеств. Но регион продолжает охватывать новые ступени финансовой интернационализации и усложнения операций, вызванные различными факторами, в том числе расширением участия иностранных инвесторов, ужесточением глобальной сети с серьезной подвижкой в области информационных и коммуникационных технологий, а также внедрением новых финансовых продуктов и услуг.

Финансовые инновации и глобализация усложняют задачи властей по обеспечению эффективного регулирования и надзора финансовых институтов. Несмотря на имеющийся потенциал создания более эффективных и устойчивых финансовых рынков, финансовые инновации влекут за собой значительные риски и неопределенности вследствие изменения путей финансового посредничества и функционирования рынка.

Финансовые кризисы и их последствия продемонстрировали риск инноваций, что поставило под сомнение комплексную оценку риска участникам рынка и регуляторам при генерации чрезмерно оптимистических представлений о его преимуществах. Отсутствие институционального потенциала как среди финансовых институтов так регуляторов является еще одним фактором, который может помешать проведению эффективного мониторинга и контроля.

Различные уровни развития регулятивных систем и воздействие на них кризисных явлений также определили важность своевременной информации о трансграничной финансовой деятельности и эффективного обмена ею. Регулирующие органы региона должны иметь

⁶¹ Wendy Dobson and Edward K Y Chen. Financial Development in Asia: Work in Progress. [RotmanSchoolofManagement–UniversityofToronto](#), 2014. pp.4-5

⁶² Cyn-Young Park. Asian Financial System: Development and Challenges, Asian development Bank. November 2011. p. 20

достаточно информации об инновациях и содействовать ее обмену, возможно, через официальные диалоги региональной политики, которые также могут обеспечить соблюдение международных стандартов и минимальных нормативных принципов.

Финтех, обеспечивая новые и удобные технологические услуги для деятельности финансовых структур, вместе с тем создает риски для финансовой стабильности и защиты потребителей, проблемой становится появление огромного числа участников рынка. Многие участники платежной системы приходят из-за пределов финансового сектора и не знакомы с жесткими правилами борьбы с мошенничеством и отмыванием денег, и привыкли экспериментировать с новыми продуктами.

На сегодняшний день развитие кредитования на основе финтеха поддерживается нормативными условиями, которые носят либо разрешительный характер, либо из-за отсутствия четких правил используют общие нормативы банковской деятельности. Наиболее подробные правила разработаны регуляторами в Китае в связи с более быстрым развитием этого сектора, тогда как другие азиатские регуляторы имеют дело с более ограниченными рамками права, регулирующим инновации. В Китае регулятивные правила сосредоточены на управлении кредитным рынком, предотвращении мошенничества и защите потребителей.

В области регулирования новых технологических нововведений ощутимо отставание Малайзии, Индонезии, Таиланда и Филиппин от международных стандартов в области финансовой инфраструктуры. С начала глобального финансового кризиса они не поспевают за развитием технологий рыночной инфраструктуры, имеют значительные задержки в применении права в этой области вследствие растущих издержек и проводимой регуляторной политики. Провайдеры технологических услуг указывают на нежелание устанавливать в этих странах новые методы и технологии, что может иметь серьезные последствия для рынков капитала Юго-Восточной Азии. Одной из причин является сохраняющаяся фрагментация рынков, поскольку, несмотря на известные подвижки в этих странах, в регионе до сих пор отсутствует согласованная позиция по созданию единых правил соответствия новым технологическим стандартам.

Макропруденциальная политика и надзор в регулировании системных рисков.

Использование пруденциальных инструментов для снижения системного риска в финансовом секторе в целом либо в его отдельных сегментах способствует поддержанию финансовой стабильности в Азии, при этом эффективность ее различных инструментов определяется конкретными видами макроэкономических рисков, против которых они направлены. Например, макропруденциальная политика, использующая кредитные инструменты, снижала риски кредитования в Индии и Южной Корее, политика регулирования ликвидности ограничивала рост левереджа в Индонезии.

Азиатские страны сохраняют опережение в сравнении с развитыми странами Запада в области макропруденциальной политики. При оценке использования того или иного типа макропруденциальной политики, финансовые регуляторы основываются на оценке, какие конкретные меры подходят для данного макропруденциального риска. Индия, например, осуществляет меры по усилению системного надзора путем координации политики, объединяющей основные заинтересованные стороны под руководством министерства финансов и центрального банка. Малайзия использует секторальные макропруденциальные инструменты для ограничения рисков, обусловленных сильным ростом необеспеченных личных займов и ипотечных кредитов. Несколько азиатских стран также используют инструменты ликвидности, направленные на снижение уязвимости от общесистемного увеличения оптового, краткосрочного и валютного финансирования. В частности, они включают введение рычага макропруденциальной стабильности Южной Кореей в августе 2011 г., а также коэффициента базисного финансирования Новой Зеландией в октябре 2009 г.

Проводимые с начала 2000-х гг. исследования по линии МВФ, подтвердили необходимость для многих азиатских стран дальнейшего улучшения мониторинга системных

рисков и расширения рамок макропруденциального надзора. В частности, Австралии, Китаю, Индонезии и Японии было рекомендовано уделять больше внимания стресс-тестированию центрального банка для выявления и мониторинга возникающих системных рисков. Для Японии, Китая, Индии, Индонезии, Филиппин, и Таиланда рекомендуется укреплять надзор за системным риском посредством более регулярного межведомственного обмена информацией и расширения сотрудничества в области макропруденциальной политики и планирования на случай непредвиденных обстоятельств.⁶³

Оценивая деятельность ЦБ и регулирующих органов в отношении выработки правовой базы, регламентирующей стабильность финансовой системы, и контроля за соблюдением правовых актов, азиатские страны обычно отмечают высокий уровень банковского надзора. Однако, по оценке МВФ, региональное сопоставление международных нормативных и надзорных правил показывает, относительно низкое соответствие Азии стандартам, касающимся независимости, подотчетности и прозрачности надзорных органов, хотя руководство финансовых институтов действительно пользуются высоким уровнем правовой защиты. В области страхования Азия демонстрирует соответствие в большей степени стандартам надзора и раскрытия стандартов контроля Международной ассоциации страхования, но как и в области банковского надзора показывает относительно низкое соблюдение стандартов независимости и полномочия надзорных органов. Что касается соблюдения стандартов Международной организации по ценным бумагам для регулирования рынков ценных бумаг, Азия достаточно хорошо проявляет себя в межведомственном сотрудничестве и стандартах учета и раскрытия информации.

Проведенное МВФ обследование ряда азиатских стран в рамках программы Оценки стабильности финансового сектора, для усиления регулирования и надзора за финансовыми секторами, позволило внести следующие рекомендации:

- повышение независимости центральных банков и органов внутреннего надзора для: Бангладеш, Китая, Индии, Индонезия, Филиппины, Сингапур, Таиланд;
- снижение риска концентрации путем ужесточения определения и мониторинга «связанного кредитования»;
- укрепление персонала и технического потенциала надзорных органов, в частности в форме надзора за рисками и наблюдения за небанковскими финансовыми учреждениями – для Китая, Индии, Индонезии, Филиппин, Японии; и
- совершенствование практики управления рисками в финансовых учреждениях путем более строгого регулирования и более широкого раскрытия требований к информации, усиления координации и обмен информацией между органами внутреннего надзора – для Китая, Индии, Индонезии, Японии, Филиппин, Таиланда. В частности, Индия имеет большой лимит кредитования на одного заемщика в 55% капитала банковской группы, что намного превышает международную практику (10-25%), в зависимости от заемщика и обеспечения. Несколько азиатских отчетов Программы оценки финансового сектора (FSAP) подчеркивают необходимость для национальных агентств разрабатывать и укреплять рамки консолидированного надзора – Индия, Индонезия, Филиппины.

Особенностью денежно-кредитных систем многих азиатских стран является деятельность финансовых конгломератов, тесные связи с государством которых еще более затрудняют эффективный контроль. Например, на Филиппинах около 60% банковских активов контролируются банками, принадлежащими конгломератам. Более того, значительная доля зарегистрированных на бирже компаний (по оценкам, 75% от эффективной рыночной капитализации) также принадлежит этим объединениям. На данный момент большинство азиатских банков ориентированы на традиционное депонирование и кредитование, однако поскольку эти институты становятся более комплексными и переходят в новые сферы деятельности, необходимость консолидации надзора продолжают расти.

⁶³Longmei Zhang and Edda Zoli. Leaning Against the Wind: Macropprudential Policy in Asia, IMF Working Paper, February 2014.

По мере расширения трансграничного сотрудничества повышается важность обмена информацией по вопросам регулирования, надзора и санации финансовых учреждений для многих азиатских стран. Расширение трансграничных операций азиатских банков и других финансовых институтов, усиливает необходимость иметь как для страны их пребывания, так и для принимающей страны данные для регулирования и надзора за этими банками и учреждениями и необходимые инструменты разрешения спорных вопросов и возможностей трансграничного сотрудничества для санации этих институтов без системных нарушений нормативов банков.

Эти положения имеют особую важность для азиатских финансовых центров, значительно расширивших свои межбанковские операции. В частности, Сингапур в 2013 г. объявил о дальнейшем содействии развитию надзора в сфере трансграничного сотрудничества в санации банков в качестве одного из приоритетов пруденциальной реформы. С другой стороны, в Индии, хотя национальные банки проводят зарубежные операции в более чем 45 странах, информационные потоки с зарубежными регуляторами весьма слабые. У Резервного банка Индии только 2 меморандума о взаимопонимании с зарубежными регулятивными органами и ограниченные неофициальные договоренности с другими, зарубежные проверки проводятся не регулярно. В других странах с менее интегрированными финансовыми секторами, продвижение еще менее заметно.

Глава VI. Оценка последствий глобальных финансовых реформ для стран Азии

Реформирование регулятивной системы стран Азии после глобального финансового кризиса 2008-2009 гг. в значительной степени следовало общим направлениям трансформации мировых финансовых рынков. В результате посткризисных изменений в нормативно-правовой базе меняются бизнес-модели кредитно-финансовых институтов, которые распространяются непосредственно на азиатские банки и компании по операциям с ценными бумагами, а также на филиалы и дочерние компании глобальных игроков, оперирующих в регионе.

Этому способствовали серьезные сдвиги в общей картине мировых хозяйственных связей в этот период, потребовавшие внести изменения и в организационную структуру и качественные параметры международных финансовых организаций. Совет по финансовой стабильности (СФС), Базельский комитет по банковскому надзору (БКБН) и другие ключевые органы по установлению финансовых стандартов расширили членство ряда развивающихся стран. Ранее членами СФС являлись только развитые страны и международные финансовые организации, которые рассматривали проблемы финансовой стабильности исключительно с позиций развитого центра и исходили из того, что реализация ими стандартов будет достаточна для обеспечения глобальной и региональной финансовой стабильности.

Азиатско-тихоокеанский регион представлен 6 странами в G20 – Австралия, Индия, Индонезия, Китай, Республика Корея, Япония и 8 странами в Базельском комитете по банковскому надзору – Австралия, Гонконг, Индия, Индонезия, Китай, Республика Корея, Сингапур и Япония, а также Малайзия в качестве наблюдателя. Многие из этих стран уже с начала 2013 г. приступили к реализации положений Базеля III.

СФС предпринял некоторые шаги с тем, чтобы усилить воздействие регуляторной реформы на страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны. В 2011 г. СФС учредило шесть региональных консультативных групп, где члены СФС и страны, не являющиеся членами, обмениваются мнениями по вопросам финансовой стабильности и нормативной реформы. БКБН стала использовать в определенные периоды механизм консультаций, которые в принципе открыты для всех заинтересованных стран в независимости от того, находятся ли они в юрисдикции СФС или нет.

Тем не менее, по мнению наблюдателей, в этих организациях продолжает сохраняться неравенство в выработке базисных вопросов, даже среди стран-участников. Регулирующие органы из стран с формирующимися рынками и развивающихся стран значительно меньше вовлечены в процессы разработки регулирования и стандартов, чем их коллеги из промышленно развитых стран.⁶⁴ Активность региональных консультативных групп очень низкая, на консультациях в отношении банковских стандартов в Базеле представители развивающихся стран никогда не составляют более 20% респондентов. Руководство этих организаций ссылается на отсутствие должного опыта трансграничных операций и технического потенциала среди регулирующих органов развивающихся стран, вырабатывая в значительной степени собственную повестку дня заседаний СФС и Базельского комитета. Именно поэтому, ряд экспертов указывает на то, что основные положения и принципы проводимой финансовой реформы в недостаточной степени учитывают различия в экономической и нормативной среде развитых и развивающихся стран. Расширение сферы деятельности американских и западноевропейских трансграничных банков и других финансовых институтов ставит регуляторов в развивающихся странах Азии перед необходимостью принимать международные стандарты и внедрять комплексные нормативы в соответствии с «глобальной передовой практикой», которые плохо откалиброваны для их юрисдикций.⁶⁵ Более того, из-за их тесной интеграции в глобальную финансовую систему

⁶⁴ Emily Jones Alexandra Zeitz. The Limits of Globalizing Basel Banking Standards. Journal of Financial Regulation, 2. 2017, pp.17-19

⁶⁵ FSI Survey. Basel II, 2.5 and III Implementation, Financial Stability Institute. July 2015

страны, не входящие в нормотворческие органы, часто глубоко затронуты нормативными решениями, принятыми в регулятивном центре финансовой системы.

Основные этапы реализации стандартов Базеля III для Азии. Ужесточение регулятивных правил после азиатского кризиса позволило странам Азии в дальнейшем соответствовать по целому ряду показателей Базельских соглашений. Особенно заметно это по таким количественным и качественным характеристикам как достаточность капитала, краткосрочная ликвидность и экспозиции риска, где азиатские банки даже в настоящее время имеют преимущества по сравнению со многими банками в развитых странах. Большинство банков стран Азии на настоящий момент уже соответствует первоначальным требованиям Базеля III, особенно по показателям капитала 1 уровня. Часть стран вышли за рамки Базеля III и ввели более строгие стандарты, требуя от национальных банков, в большей степени повысить нормативы достаточности капитала по сравнению с соглашениями и сделать это раньше установленного срока.

После глобального финансового кризиса многие страны с формирующимся рынком приняли новую серию мер по модернизации инфраструктуры финансового рынка. Страны Азии, затронутые в меньшей степени кризисом – например, Китай, Шри-Ланка, улучшили качество и своевременность контроля над операциями – часто посредством введения новых пруденциальных критериев или путем реорганизации надзорных процессов. Некоторые страны осуществили реформирование правовых рамок деятельности, мандатов и полномочий, улучшение финансовой структуры в ряде стран происходило путем создания системы страхования депозитов и кредитных реестров.

Глобальный финансовый кризис в большей степени оказал влияние на развитые страны региона, чем на страны с формирующимся рынком. В этих экономиках системные банки играют важную роль, они сильнее связаны с банковскими системами развитых стран других регионов. Страны Азии, являясь частью Глобальной инициативы по реформированию регулирования и надзора, в качестве приоритетов рассматривают дальнейшее осуществление нормативных положений по капиталу Базеля III:

- усиление пруденциального надзора за счет обеспечения дополнительных ресурсов и независимости надзорных органов;
- восстановление доверия к банковским балансам;
- разработку и внедрение эффективных внутренних и трансграничных режимов санации, особенно для системно важных финансовых институтов;
- содействие проведению реформ внебиржевых деривативов через дальнейшую трансграничную координацию; а также
- усиление мониторинга теневой банковской системы.

За последние годы развивающиеся страны «большой двадцатки» стремились довести банковскую реформу до национального уровня и способствовать структурным изменениям в капитале и ликвидности банков. Расширение регулирующих границ проводилось в качестве важного шага к созданию хорошо функционирующей игровой площадки для банков, которые могли конкурировать на международном уровне.

Значительная часть национальных правил этих стран была приведена в соответствие со стандартами Базеля III для финансовых показателей банков в сроки, определенные Базельским комитетом. Ключевые компоненты, включая определение капитала, буфер сохранения капитала и коэффициент краткосрочной ликвидности стали применяться всеми странами-членами. Кроме того, продолжается работа по принятию других стандартов Базеля III, включая требования к марже для внебиржевых производных инструментов, по которым не производятся централизованные расчеты, коэффициенту чистого стабильного финансирования,

коэффициенту кредитного плеча и пересмотренных требований к раскрытию информации (см. Таблицу 9).

Таблица 9

Степень выполнения нормативов Базеля III странами-членами Азии

	Австралия	КНР	Гонконг	Индия	Индонезия	Япония	Южная Корея	Сингапур
Капитал общего уровня 1 (2013-2019)								
Коэффициент достаточности капитала с учетом рисков (2013-2019)								
Коэффициент краткосрочной ликвидности (2015-2019)								
Глобально системно значимые банки (2016-2019)								
Внутренние системно значимые институты (2016)								
Коэффициент соотношения собственных и заимствованных средств (2018)								
Коэффициент чистого стабильного финансирования (2018)								
Соответствует	Частично соответствует		Не применяется		не соответствует			

Источник: Составлено по базе данных Basel Committee on Banking Supervision. Thirteenth progress report on adoption of Basel regulatory framework, October 2017 и с использованием данных "Deloitte Financial Services Regulation Outlook 2017"

Реализация рамочной программы Базеля III была связана со значительными издержками, что ложилось дополнительным бременем на балансы и бюджеты банков. Соблюдение новых пруденциальных положений потребовало от них нести огромные расходы на рекапитализацию и улучшение управления рисками. Часть банков изменили размер своих балансов, сократив миллиарды долларов активов и перебалансировав свои портфели. Со временем эта структурная трансформация стала оказывать отрицательное влияние на доступность кредитов для реальной экономики.

В этой связи банковские круги развивающихся стран Азии расходятся во мнении касательно общих выгод в плане стабильности мировой и региональных финансовых систем и устойчивости их компонентов и издержек, связанных с происходящими изменениями. Прогнозируя общее позитивное влияние на банковскую отрасль и реальную экономику, они

ставят под сомнение ряд выдвинутых в ходе реализации Базеля III фундаментальных основ его пруденциальных правил и вносят свои предложения по пересмотру значимых компонентов.

В то время как Базель III сделал многое для укрепления устойчивости международных банков, в течении всего периода разработки и реализации в его адрес было выдвинуто множество критических замечаний, особенно в отношении предотвращения специфических и системных рисков:

- не учитывались в значительной части потребности развивающихся стран, особенно со слабыми финансовыми системами;
- крайняя сложность требований;
- постоянная увязка с внутренним регулированием развитых стран на основе моделей расчета потребностей в капитале;
- неспособность полностью зафиксировать ряд внебалансовых рисков; и
- неполнота требований раскрытия банковской информации.

Большинство азиатских стран приняли или находятся в процессе принятия мер по полной реализации требований к капиталу и ликвидности Базеля III. Механизм базового этапа требует повышать капитал первого уровня (включая буфер сохранения капитала 2,5%) до минимума 8,5% от взвешенного риска активов к январю 2019 г., а основной капитал первого уровня повышаться до 7,0% активов, взвешенных с учетом риска. Кроме того, требования Базеля III включают дополнительный антициклический буфер в 2,5% от взвешенных активов.

Последние отчеты о ходе работы Базельского комитета по банковскому надзору (БКБН) показывают, что окончательные правила для требований к капиталу Базеля III уже действуют во многих азиатских странах, отчитывающихся перед Банком. По состоянию на октябрь-сентябрь 2017 г. указанные страны приняли окончательное положение о капитале Базеля III. Базельский комитет в настоящее время проводит оценку качества выполнения нормативов посредством Программы оценки согласованности регулирования (RCAP). В частности, регулирующие органы Японии, Сингапура и, частично, Китая внесли поправки в свои внутренние правила с целью более последовательной их реализации на национальном уровне.

В то же время следует ожидать, что принятие ряда стандартов, относящихся к конечному периоду, задержится. Остаются нерешенными множество проблем, в частности в отношении своевременного принятия внутренних правил стандартизованного подхода для измерения кредитного риска контрагентов, требования к капиталу при рисках центрального контрагента и требования к капиталу для инвестиций в акционерный капитал. Значительное число базельских стандартов по-прежнему не включено в национальные правила, в том числе требования к капиталу для покрытия рыночного риска, а также ограничения на крупные риски и секьюритизацию.

Некоторые азиатские страны, особенно не входящие в члены Базельского комитета, вынуждены замедлять ход принятия стандартов с учетом проблем, возникших при подсчете активов, основанных на внутренней модели, выявленных в серии межстрановых исследований. В частности, в отчетах RCAP обнаружены значительные колебания в среднем по региону, вследствие применения рядом стран заниженных оценок при вводе информации и, соответственно, более высоких показателей нормативов Базеля.

Немало спорных моментов возникает при внедрении нормативов из-за сильного различия стран Азии по группам доходов.

Во-первых, имеется разделение на страны с высоким доходом, такие как Япония, Сингапур, Гонконг, Австралия и Южная Корея, у которых размеры активов банковского сектора обычно превышают 100% ВВП, и страны с более низким доходом, где этот показатель менее 50%, а банковская система относительно неразвита. Применение внутренних моделей в последнем случае является сомнительным, возможно, к этим странам будет больше применим стандартизованный подход. Затраты на соблюдение этих правил могут быть существенными, что поднимает вопросы о финансовых ресурсах и потенциале выполнения как в

государственном, так и в частном секторах. Веса рисков также дискриминируют МСП, что оказывает непропорциональное влияние на группу азиатских стран, с относительным доминированием МСП.

Во-вторых, вследствие неполного соответствия методологии Базеля эффективные коэффициенты достаточности капитала могут отличаться по странам региона, что дает преимущества для банков в странах с более низкими минимальными требованиями. Это зависит от различных факторов, включая налоговые системы (например, системы начисления налога на дивиденды и налоговые ставки компании), наличие правительственной гарантии по банковским депозитам и долгам и др.

С серьезными проблемами сталкивается ряд стран при реализации правил Базеля III, касающихся ликвидности. Это в первую очередь относится к странам с неглубокими финансовыми рынками и отсутствием высококачественных ликвидных активов, что учитывается при расчете коэффициента покрытия ликвидности и чистого стабильного коэффициента финансирования. Кроме того, валютный риск может увеличиться, если банки используют активы в иностранной валюте для покрытия дефицита ликвидности. Базельский комитет предложил несколько подходов для решения этой проблемы, включая доступ банкам к договорным объектам ликвидности, предоставляемым соответствующими центральным банком за плату.

Требования Базеля III к ликвидности создают дополнительные проблемы для многих стран, имеющих недостаток высококачественных ликвидных активов, требующихся для коэффициента покрытия ликвидности (LCR). Эта проблема присуща для некоторых высокоразвитых стран – Сингапура и Гонконга, у которых низкий уровень государственного долга. Имеет место тенденция в ряде стран – Китае, Индии, Гонконге, Монголии, Филиппинах и Сингапуре, принимать более высокие требования к минимальному капиталу, чем это требуется по нормативам Базеля III. Все это ведет к созданию неких новых стандартов в финансовом регулировании и постоянным проблемам координации регулирования в регионе.

В целом, мнения об издержках, которые принесут развивающимся странам глобальные реформы регулирования, и в первую очередь введение Базеля III, существенно расходятся. МВФ придерживается мнения, что в среднем, оценочное влияние регуляторных реформ на ставки банковского кредитования в Азии относительно мало. Акционеры банка могут уменьшить требуемую норму прибыли на банковский капитал в результате улучшения безопасности, и банки будут принимать необходимые меры для снижения затрат в ответ на нормативные изменения. В то же время, более высокая маржа безопасности капитала и ликвидности, связанная с проведением глобальной нормативной реформы, приводят к увеличению операционных расходов кредиторов. Результаты стресс-тестов, проводимых совместно МВФ и МБРР по оценке финансового сектора отдельных стран, показывают, что кооперативные и сельские банки в Азии менее финансово здоровы и прибыльны, чем азиатские коммерческие банки, что может даже при небольшом повышении операционных издержек сказаться на их устойчивости. Несколько региональных банков в Японии подвержены низкой базовой рентабельности, недостаточной капитализации, это делает их уязвимыми для медленного роста и потрясений на рынке. Среди развивающихся рынков, в Индии при хорошо позиционированных коммерческих банках, большинство некоммерческих банков имеют весьма низкие показатели (в частности, региональные сельские банки и кооперативные кредитные учреждения, ориентированные на городское население). При весьма высокой устойчивости к широкому спектру макроэкономических рисков на Филиппинах, финансовый сектор характеризует относительно слабое качество активов кооперативов и сельских банков. Основные стресс-тесты коммерческих банков Бангладеш свидетельствуют о сохранении кредитного риска для банковской системы.

Антикризисное управление в сфере финансов стран Азии имеет целый комплекс форм и методов, принося различные конечные результаты. Наиболее эффективной считается система, разработанная Японией. Малайзия, Индия и Таиланд также создают надежные системы

антикризисного управления, предполагающие скорейшие и скоординированные действия финансовых органов на случай чрезвычайных обстоятельств и планы обеспечения бесперебойного функционирования финансовых институтов. В Индонезии, как показали итоги обследования МВФ в конце 2010 г., сохраняются значительные пробелы в антикризисном управлении и в работе с проблемными банками, а также недостаточность полномочий надзорных органов по разрешению несостоятельности страховых компаний.

Существенные различия имеются по проведению серии мер антикризисного регулирования в плане санации финансовых структур. В Таиланде, существует необходимость перехода к более прозрачному и четко определенному процессу оздоровления проблемных финансовых учреждений, учитывая низкие темпы удаления стрессовых активов. Китай и Индия также нуждаются в более надежных правовых рамках для своевременной санации слабых финансовых учреждений. В то же время Сингапур создал необходимые правовые рамки антикризисного управления, включающие режим санации с инструментами и обязанностями, четко распределенными между несколькими государственными органами, и надежным механизмом обмена информацией и координации.

Роль и место системообразующих финансовых институтов для Азии. В настоящее время в Азии действует семь азиатских глобальных системно значимых банков: Mizuho FG, Sumitomo Mitsui, Mitsubishi UFJFG, Bank of China, ICBC, Agricultural Bank of China, China Construction Bank. Все они имеют общий коэффициент достаточности капитала и минимальные уровни достаточности капитала первого уровня, превышающие нормы Базеля III 15,62% и 12,34% для японских и 14,02% и 11,28% для китайских банков, однако меньше средней для мировой группы этих банков, соответственно 15,77% и 13,05 %.⁶⁶

Эти финансовые институты пользуются особым вниманием экономического блока правительств вследствие их размеров и значимости для кредитно-денежной системы этих стран. Сохраняющаяся правительственная защита «банков слишком важных для банкротства» ведет к неравным условиям деятельности различных групп банковских институтов, чрезмерному риску и большим затратам государственного сектора. Системно значимые банки не несут полные издержки от стоимости банкротства, они готовы предоставлять финансирование, не уделяя достаточного внимания профилю банков, тем самым поощряя кредитные и иные рычаги и риски.⁶⁷

В Азии, как и в других регионах мира существуют определенные противоречия в действиях экономических и регулирующих органов. Несмотря на введение количественных показателей, разработанных Базельским комитетом для глобальных системно значимых банков или крупных национальных банков с высокой долей международных операций, страны по-прежнему вынуждены решать многочисленные юридические и нормативные проблемы, вызванные особым статусом этих финансовых институтов.

Как показывает практика, страны Азии, имеющие системные финансовые институты, проявляют в первую очередь заинтересованность в том, чтобы сохранять или увеличивать их размеры, создавая для них финансовые преимущества и оказывая им косвенно поддержку правительства, включая схемы косвенного вознаграждения, связанные с размером или числом сделок, а не рентабельностью и на основе оценки риска. Они исходят из того, что международный банк с «полным комплексом услуг», необходим для обслуживания клиентов, требующих глобального охвата и широкие возможности предоставляемых продуктов, поступаясь, в ряде случаев, даже интересами национальных банков. В частности, южнокорейские фирмы предпочитают глобальные банки, такие как Ситибанк, в качестве своих финансовых партнеров для международных проектов потому, что корейские банки не могут обеспечить на конкурсных условиях комплексные финансовые услуги, в которых они нуждаются. Этому также способствовало снижение прибыльности капитала вовремя

⁶⁶ Sean Creehan. What is Asia's Most Systemically Important Bank? Federal Reserve bank of San Francisco. January 28, 2016

⁶⁷ https://www.imf.org/~media/Websites/IMF/imported-flagship.../ft/.../_c3pdf.ashx

финансового кризиса, поскольку инвесторы продолжали требовать докризисные уровни прибыльности по собственному капиталу. Возникает риск дальнейшей концентрации банковской деятельности в еще меньшем количестве глобальных институтов, поскольку эти инвесторы попытаются объединить свои финансовые преимущества с эффектом экономии масштаба.

С другой стороны, новые положения регуляторов в отношении системных институтов явно направлены на изменение существующего финансового ландшафта, повышая системные требования к системно значимым банкам. Проводятся финансовые реформы в этой области, вводя более высокие буферы капитала и усиления надзора за системно значимыми банками для снижения вероятности кризисов, выделяя издержки, связанные с их банкротством и заражением. Банки, ориентированные на коммерческий банкинг со стабильной розничной депозитной базой, в частности банки меньших размеров, в этом случае значительно меньше затронуты стандартами ликвидности Базеля III, чем инвестиционные и универсальные банки. В этом контексте Базель III в сочетании с мерами, принятыми многими развивающимися рынками для включения более мелких игроков и расширения банковских услуг в регионах и сегментах, где слабые кредитные связи, могут способствовать развитию небольших, кооперативных банков, которые удовлетворяют кредитные потребности МСП и домохозяйств и предоставлять выгодные точки для инвестирования сбережений.

Наиболее вероятным результатом проводимой реформы в этой области будет более диверсифицированная финансовая система, при этом некоторые финансовые институты становятся все более крупными, а другие выбирают более оптимальную бизнес модель. Первые готовы заплатить фактический «системный налоговый риск» и остаются крупными, используя статус «слишком больших для банкротства», имея определенную уверенность в том, что правительство придет на помощь, если они столкнутся с серьезными финансовыми трудностями и будет их субсидировать. Другие финансовые учреждения предпочитают избегать дополнительных затрат, связанных с системным статусом и ориентироваться на существующие операционные модели.

Вторичные эффекты от глобальных мер регулирования. Имеется целый ряд оценок экономических и правовых последствий проведения нынешнего этапа финансовых реформ в Азии, в особенности на сфокусированности роста издержек по различным степеням риска. Введение в показатели Базеля III надбавок для глобальных системно значимых банков повышает стоимость заимствований из таких институтов. При этом структурные меры, которые ограничивают предпринимательскую деятельность с высокой долей риска или проводят ограждение розничных операций от оптового банкинга, добавляют рост издержек. Эти нормативные инициативы могут оказать непосредственное влияние на азиатские финансовые институты и таким образом воздействие на азиатские финансовые рынки в случае, если глобально активные иностранные банки изменят позиционирование относительно Азии.

Для транснациональных банков введение глобальных мер регулирования по системным институтам может привести к снижению их активности в Азии вследствие сокращения доли заемных средств, выделяемых на Азию, или изменения других аспектов деятельности в этом регионе. Повышенные требования к ликвидности по Базелю III, а также различные надбавки для глобально значимых финансовых институтов, могут увеличить операционные издержки и негативно повлиять на трансграничное кредитование и инвестиционную деятельность в структурах банковских групп.

Еще одним ограничителем в расширении деятельности этих банков в Азии могут быть реформы регулирования в странах с развитой экономикой, предназначенные для устранения несогласованности в деятельности национальных финансовых учреждений. В частности, эти реформы могут побудить материнские банки в развитых западных странах изменить их глобальные бизнес-модели и снизить их активность в Азии путем сокращения кредитования или ограничения деятельности по производным инструментам и секьюритизации рынков в

Азии. Иностранные материнские банки могут снизить финансирование своих местных филиалов и дочерних компаний в Азии, заставляя их в большей степени привлекать средства на местном уровне или сокращать их местную кредитную деятельность. Возможно также негативное воздействие на трансграничное кредитование, если азиатские экономики начнут ограничивать национальные финансовые институты по размерам и масштабам деятельности.

Тем не менее, давление для сокращения доли заемных средств, вероятно, будет смягчено двумя факторами:

- во-первых, после глобального финансового кризиса ряд западных и азиатских крупных банков сохранили свою заинтересованность в отношении тех стран Азии, где имеется целенаправленная макроэкономическая политика и сильный потенциал роста. Высоколиквидные банки ряда азиатских стран и административных единиц (Япония, Гонконг и Тайвань) уже расширяют кредитную деятельность в быстрорастущих странах с формирующимся рынком Азии, предлагающие выгодные инвестиционные возможности, такие как Индия, Индонезия, Таиланд и Вьетнам.⁶⁸

- во-вторых, иностранные банки в среднем имеют относительно низкое присутствие в Азии, по сравнению с другими регионами. Это присутствие измеряется как их долей от общего числа банков, действующих в стране, так и долей общих банковских активов в регионе. Тем не менее, существует значительные различия между странами, с высоким присутствием иностранных банков в Австралии, Гонконге и Сингапуре, и малым присутствием – в Китае, Японии и Индии, которые будут сохраняться и в дальнейшем.

Регулирование небанковского финансирования и теневого банковского обслуживания. Небанковское финансирование становится важным фактором экономической активности на фоне все большей зарегулированности банковского сектора, особенно после введения нормативов Базеля III, нерешенных проблем в сфере финансирования недвижимости и страхования при наличии обильной ликвидности. В то же время деятельность теневого банковского сектора связана с возникновением рисков, отличающихся по своему характеру от чисто банковских. В определенной степени данная проблема начинает все больше проявляться и в финансовых системах стран Азии.

Неотработанность регулирования рынка небанковского финансирования (за исключением Японии и Сингапура) ограничивает эффективность макроэкономической и денежно-кредитной политики. В то время как некоторые из небанковских институтов контролируются регулируемыми органами, в целом система всестороннего регулирования и надзора отсутствовала, и в первую очередь координация по этим вопросам между регулируемыми органами и центральными банками, что значительно повышает системный риск в финансовой системе. Это несет непосредственную опасность для обычных банков, поскольку они являются прямыми кредиторами теневых институтов, возникает опасность «эффекта заражения рисками», (например, бум недвижимости и затем ее обесценение в Китае). В настоящее время правительства Малайзии, Таиланда и Филиппин создают специальные органы с тем, чтобы получить представление о роли и степени теневого банкинга в экономике и улучшить надзор в этом направлении, но пока это только первые шаги в построении региональной нормативно-правовой системы, ограничивающей его отрицательные стороны.

Со стороны экспертов СФС высказываются опасения, что ужесточение банковского регулирования может вытолкнуть финансовое посредничество за пределы банковского сектора по направлению к рынкам капитала или теневого банкинга. Более высокие требования к капиталу и другие регуляторные ограничения повысят стоимость банковского кредита и, вероятно, побудят компании к привлечению кредитов через рынки капитала (рынки акций и корпоративные облигаций) или через систему теневых банков. Поэтому, например, в Китае СФС относит теневые банковские операции (рост внебалансовых позиций и кредитование за

⁶⁸http://www.oliverwyman.com/content/dam/oliver-wyman/global/en/files/archive/2012/Future_of_Asian_Banking_Volume_2.pdf

пределами формального банковского сектора) к одному из ключевых рисков для краткосрочной внутренней финансовой стабильности.

Даже в азиатских странах с достаточно развитыми режимами санации для банков по-прежнему необходимо введение режимов разрешения для страховщиков, фирм по продажам ценных бумаг и инвестиционных фирм. В ряде стран такие системы для банков отсутствуют, многие юрисдикции в Азии еще не предоставили своим национальным органам рамки финансового оздоровления и предложения по полномочиям для решения этих вопросов финансовым группам и конгломератам. В частности, МВФ рекомендует, чтобы Банк Японии расширил деятельность анализа стресс-тестинга для более широкого круга финансовых учреждений, включая системно значимые небанковские финансовые институты.

Включение этой группы финансовых институтов в сферу регулирования и надзора, вызывает необходимость укрепления режима кризисного управления и реструктуризации для «теневого банкинга». Однако вопросы отнесения небанковского сектора к регулированию по базельским нормативам является крайне сложными, хотя на уровне некоторых национальных экономик в Азии уже наблюдается определенный прогресс. Несколько стран, включая Австралию, предпринимают шаги по внедрению полномочий регулирующих органов по санации небанковских институтов, соответствующих

Влияние реформ на рынки ценных бумаг. Имеется прямая связь между регулированием рынка и способностью субъекта фондировать исполнение своих обязательств. В целом, страны, следующие международно признанным принципам регулирования ценных бумаг, менее подвержены идиосинкратическому влиянию на ценообразование их акций. Таким образом, улучшение системы регулирования рынков ценных бумаг в Азии, вероятно, укрепит доверие инвесторов и повысит привлекательность фондовых рынков для инвестиций и надежного источника финансирования. Вместе с тем, нельзя не учитывать, для каждой отдельно взятой страны действуют свои, специфические факторы риска, влияющие на уровень прибыльности.

Согласно оценке Международной организации комиссий по ценным бумагам, регулирование ценных бумаг в странах Азии в целом соответствует глобальным стандартам, в наибольшей степени продвижение отмечено в стандартах учета и раскрытия информации, а также в сфере межведомственного сотрудничества. В настоящее время основные рекомендации сводятся к улучшению системы надзора (Австралия), усилению контроля над компаниями по операциям с ценными бумагами через расширенные и более ориентированные на риск программы инспекций, расширение требований к аудиту и совершенствование процесса регистрации (Япония). Для развивающихся рынков, считается необходимым в срочном порядке решить проблему нехватки финансовых и иных ресурсов для регулирующих органов, а также предоставления им большей автономности в бюджетных и кадровых решениях и соблюдении правил.

Начиная с 2000-х гг. практика корпоративного управления постепенно улучшается, и правительства активнее продвигают программу реформ в этой сфере деятельности.

В большинстве азиатских стран либерализация мер регулирования на рынке облигаций рассматривается в качестве необходимой основы для процесса введения новых финансовых инструментов. В частности, в Китае банкам, зарегистрированным на местном уровне, разрешено покупать и продавать облигации на фондовых биржах и корпорациям (в том числе иностранным фирмам), а также выпускать ценные бумаги на рынке межбанковских облигаций. В Гонконге в целях улучшения ликвидности и прозрачности цен открыта электронная торговая платформа для государственных и корпоративных облигаций, Индия более чем в 2 раза увеличила лимит на иностранных институциональных инвесторов на покупку облигаций в индийских рупиях.

Развитие внутренних рынков капитала, поддержанное стимулирующей государственной политикой, может быть усилено глобальными реформами регулирования. В настоящее время

азиатские банки имеют на балансе значительное количество государственных облигаций при ограниченном количестве корпоративных облигаций. Однако вследствие снижения показателей синдицированного кредитования и быстрого роста выпуска корпоративных облигаций эта ситуация начинает меняться. Как глобальные, так и внутренние нормативные реформы повышают стоимость банковского посредничества, при этом усиливается надзор за небанковскими финансовыми институтами, что ведет к увеличению рынка корпоративных облигаций.

Институциональные инвесторы, такие как пенсионные, страховые и государственные инвестиционные фонды, ориентированные на средне- и долгосрочные обязательства, становятся все более серьезным источником финансирования. Реформы регулирования в глобальной повестке дня могут препятствовать тому, чтобы банки играли лидирующую роль на азиатских внутренних рынках корпоративных облигаций поскольку нормативы требуют от банков более ликвидных активов высокого качества для удовлетворения требований ликвидности Базеля III и в качестве обеспечения для торговли деривативами. В то же время стареющее население в этих странах, и спрос со стороны растущих средних классов на страховые продукты и другие сберегательные инструменты стимулирует развитие страховых и пенсионных фондов, которые могут активно покупать корпоративные облигации.

Вместе с тем, за последние несколько лет растет озабоченность регулирующих органов азиатских стран относительно того, что рычаги кредитования или риски в целом мигрируют от банков к небанковским институтам, в том числе к институциональным инвесторам и нефинансовым корпорациям. На фоне сокращения доли заемных средств в банках и в течение ряда лет низких ставок, усилий правительства по развитию рынков корпоративных облигаций, происходит заметный сдвиг в структуре финансирования глобального корпоративного сектора. Хотя широкомасштабные индикаторы, в том числе коэффициенты долг/ собственный капитал, которые отмечались на фондовом рынке в последние годы, не вызывают серьезных опасений, финансовое плечо в ряде областей растет, включая высокодоходные и корпоративные сектора.

Рынки деривативов. В последние два десятилетия в Азии стали быстро развиваться рынки деривативов. Однако, их доля по отношению к мировому рынку относительно невелика – на середину 2016 г. доля процентных производных составляла около 10%.⁶⁹

На фоне изменений, происходящих на глобальном рынке деривативов, продвигаются реформы, направленные на смещение границ между биржевым и внебиржевым сегментом рынков в Азии, все большего использования централизованного контрагента. Шесть стран Азии – Австралия, Китай, Индия, Индонезия, Япония и Южная Корея – в качестве членов G20 достигли договоренности о проведении к концу 2012 г. реформ по трем направлениям:

- торговля всеми стандартизованными внебиржевыми производными в электронном виде или через биржи и клиринг через центральные клиринговые компании;
- передача отчетности по всем внебиржевым производным сделкам торговым репозиториям для обеспечения прозрачности сделок и улучшения ценообразования; и
- более высокие требования к капиталу нецентрально очищенных внебиржевых производных инструментов.

До сих пор, однако, из перечисленных стран только Япония, Австралия и Сингапур выполнили на 90% все обязательства. Гонконг по-прежнему решает проблемы с информационной базой и правовым статусом торговых платформ. Индия и Индонезия находятся на промежуточной стадии по выполнению требований к центральному клирингу и

⁶⁹ ISDA Research Note. Asia-Pacific OTC Derivatives Study, November 2017

электронным торговым платформам, у Китая отсутствует институт по установлению маржинальных требований.⁷⁰

Японские регуляторы, хотя и с отставанием, стали внедрять данную систему стандартов, серьезно влияющих на характер сделок с производными инструментами и составлением отчетности. Она стала первой азиатской страной, выполняющей рекомендации G20 по совершенствованию мониторинга и стандартов торговли новыми финансовыми инструментами, учитывая большой объем рынка и действующую систему регулирования. В целях обеспечения защиты инвесторов в Закон о финансовых инструментах и биржах были внесены изменения, направленные на повышение стабильности и прозрачности финансовой системы и урегулирование расчетов внебиржевых производных инструментов. Агентство финансовых услуг Японии на основании измененного законодательства разработало правила касательно централизованного клиринга и отчетности по торговле производными финансовыми инструментами, вступившими в силу в ноябре 2012 г. Япония добилась существенного прогресса в стандартизации продукции. В июне 2014 г. были опубликованы дополнительные поправки к правилам с целью расширения сферы обязательного клиринга и проект положений в отношении маржинальных требований и обязательных торговых систем.⁷¹

Наличие центрального контрагента по-прежнему является одним из ключевых условий проводимых преобразований. Глобальные реформы регулирования, касающиеся торговли внебиржевыми деривативами, предназначены для мониторинга системных рисков и минимизация риска неконтролируемой ликвидации финансовых контрактов. Отсутствие подходящих инструментов для обеспечения финансовых контрактов делает этот процесс очень сложным и дорогостоящим для залога в центральных клиринговых организациях во многих странах с формирующимся рынком Азии, что препятствует развитию внутреннего рынка деривативов. Вместе с тем, регулирующим органам необходимо будет обеспечить условия, чтобы эти реформы не были чрезмерным препятствием для развития торговли производными инструментами в Азии.

Клиринговые палаты ряда стран Азии в качестве своих членов имеют несколько крупных западных банков или их филиалы, при этом некоторые из них в значительной степени зависят от западных партнеров в отношении уровня ликвидности и принятия рыночных решений. Это в условиях неопределенности особенно беспокоит местные финансовые круги с точки зрения продолжения крупного регионального фьючерсного или опционного бизнеса. Гонконг стал первой юрисдикцией в Азии, которая ввела обязательный клиринг в течение 2017 г., расширяя сферу охвата от расчетных форвардных и процентных свопов до всех внебиржевых деривативных инструментов. Для тех же клиринговых палат, которые еще не прошли регистрацию, с 1 января 2014 г. вступили в силу более высокие требования к капиталу.

По оценке экспертов, следует ожидать определенного замедления развития рынков отечественных деривативов в Азии под влиянием глобальных финансовых реформ. Во многих азиатских странах системные финансовые институты играют основную роль на рынках ценных бумаг и производных инструментов, а также в области финансирования торговли. На предоставление услуг в этих областях могут негативно влиять повышение расходов на оплату капитала и другие регуляторные реформы, которые в настоящее время находятся в стадии обсуждения. Предоставление таких услуг также может быть затронуто экстерриториальными аспектами принятых мер регуляторной реформы или находящимися на рассмотрении. Кроме того, изменения в рыночном ландшафте в результате принятых решений в странах с развитой экономикой могут не только повысить стоимость хеджирования для конечных пользователей в Азии, но также отнести меньших по размеру внутренних центральных контрагентов в неблагоприятную конкурентную позицию по отношению к глобальным игрокам и вызвать замедление развития азиатских рынков деривативов. В то же время определенной стабилизации рынка может служить развитие внутренних моделей оценки возможных рисков и мониторинга

⁷⁰ Financial Stability Board. OTC Derivatives Market Reforms/ Twelfth Progress Report on Implementation, pp.3-4, 29 June 2017

⁷¹ «Recent Developments in OTC Derivatives Regulations in Japan», Clifford Chance, November 2014.

этих систем регуляторами стран Азии, особенно по торговле портфелями с производными инструментами.

Влияние зарубежного законодательства на регулятивные системы Азии. Принятие наряду с нормативами Базеля III серии законодательных актов в США и ЕС, направленных на регулятивное обеспечение стабильности финансовой системы и включающих экстерриториальные принципы действия, поставило страны Азии, ориентирующиеся во многом на западные финансовые рынки, перед необходимостью принять на себя дополнительные издержки по их выполнению.

Серьезное воздействие на различные сектора международного финансового рынка Азии оказывает Закон Додда-Фрэнка, принятый США в 2010 г., и дополнительные законодательные акты. Он распространяется на все американские финансовые организации, вводя ужесточение надзора за системообразующими финансовыми институтами внутри страны и за ее пределами, ужесточение требований к предоставлению отчетов и пруденциальных норм, усиление надзора над операциями с различными группами финансовых инструментов. Действующие правила затронули финансовые институты и нефинансовые компании других стран, участвующих тем или иным образом, в операциях с американскими организациями или их контрагентами в зависимости от масштаба и характера их деятельности.⁷²

Наиболее чувствительно проявление правила Волкера, являющегося одним из разделов Закона Додда-Фрэнка, к филиалам иностранных банков в США, на которые распространяются те же правила, что и на американские банки и это ограничивает иностранные инвестиции в американскую банковскую систему.

Введение новых правил вносит существенные коррективы в операции с внебиржевыми производными в Азии, меняя характер отношений в этой области с США и Западной Европой. Регуляторы и финансовые институты Азиатско-Тихоокеанских юрисдикций приходится перестраиваться с учетом нормативных нововведений, применяемых в США (Закон Додда-Фрэнка) и ЕС (EMIR, MIFID2), предусматривающих создание по существу новой системы надзора, направленной на минимизацию рисков и повышение прозрачности рынка внебиржевых производных инструментов. Существенные различия с ранее действующими правилами в финансовом регулировании прослеживаются в характере деятельности централизованных клиринговых систем, правилах регистрации своп-дилеров и участников рынка, требованиях к капиталу и марже, а также публичной отчетности операций. Вместе с тем, принимая эти стандарты в соответствии с запланированными сроками, азиатские регуляторные органы в различных документах, представляемых ими Комиссии по торговле товарными фьючерсами США (CFTC) и Европейскому органу по ценным бумагам и рынкам (ESMA), постоянно настаивают на необходимости учитывать местные условия при использовании новых норм регулирования.

Положения Закона Додда-Фрэнка и EMIR, требующие, чтобы почти все контракты с внебиржевыми производными инструментами проходили центральных контрагентов, применяются во всех случаях, когда участниками сделки являются компании ЕС и США. Проблема состоит в том, что клиринговые дома, с которыми они работают в Азии, должны быть признаны Европейской организацией по ценным бумагам и рынкам или Комиссией по фьючерсной торговле товарами соответственно, внося неопределенность в планирование и будущие операции ведущих западных и азиатских банков и брокерских фирм.

Серьезные возражения со стороны банковского сектора США в отношении жесткости правила Волкера, ведущего к потере определенной части позиций американских банков на международном рынке и прибыльности операций, поставили администрацию Трампа перед необходимостью пересмотра ряда положений и внесение их на рассмотрение Конгресса. Предлагаются следующие основные исключения (май 2018 г.):

⁷²Gandhi P., Kiefer P. C. The Volcker Rule. Center for the Study of Financial Regulation, Winter 2013. P.1

- освобождение из правила мелких и средних финансовых институтов, не вызывающих риска финансовой стабильности, с размером активов менее 10 млрд. долл., не осуществляющих торговлю за счет собственных средств;
- отмена специального регулирования для иностранных фондов, находящихся в собственности или контролируемых иностранным банком с операциями в США или иностранным аффилированным лицом в американском банке;
- изменение стандартов финансового регулирования, ставящих американские институты в неблагоприятное положение на международном рынке;
- гармонизация правил операций со свопами с международными стандартами.

Финализация Базеля III и возможные вызовы финансового регулирования для азиатского региона. В настоящее время одно из основных направлений реформы регулирования в Азии направлено на обеспечение соответствия нормативам Базеля III по основным его категориям. В последующие годы национальным регуляторам и объектам регулирования предстоит перестраивать свою деятельность и в связи с дальнейшим развитием нового финансового законодательства в США и Западной Европе

Отношение азиатских стран к финализации Базеля III и началу Базеля IV после неоднократного пересмотра графика и переноса окончательных правил на более поздние сроки (до конца 2025 г.) носит двойственный характер. С одной стороны, для них важно, что банковское регулирование вступило в период завершения посткризисных реформ (за исключением пересмотра рыночных рисков) и устранило многие неопределенности периода его выполнения. Поддерживая многосторонние рамки банковских правил, эти реформы препятствуют фрагментации глобального рынка. В то же время, вызывают существенное беспокойство регулятивных и финансовых институтов стран Азии, особенно на последней стадии переговоров, позиции американских властей на лидерство в области финансового регулирования (America First) и западноевропейских стран, продвигающих в первую очередь свои сложные, обременительные для развивающихся стран системы. Для этой группы стран представляется важным определить конечную эффективность Базеля III, а также его комбинированное воздействие с другими мерами по посткризисным реформам на развивающиеся экономики. Наряду с достижением большей финансовой стабильности необходимо учитывать их вклад в экономический рост в рамках устойчивого развития.

Несмотря на то, что США и западноевропейские страны имеют значительно больший вес в организациях, устанавливающих международные финансовые стандарты и во многом определяющие их содержание, страны Азиатско-Тихоокеанского региона проявляют готовность реализовать эти стандарты и развивать сотрудничество и обмен информацией в регионе и за его пределами. В декабре 2017 г. был проведен уже второй Форум ЕС-стран Азиатско-Тихоокеанского региона по финансовому регулированию, где обсуждались вопросы обмена финансовой информацией и будущее нормативной базы, регулирующие финансовые услуги на уровне этих стран, проблемы трансграничной координации и приоритеты будущей политики. Регуляторы рынка ценных бумаг в рамках Азиатско-Тихоокеанского регионального комитета работают по подготовке и реализации региональной дорожной карты, устанавливая рабочие контакты с другими региональными органами, такими как Региональная консультативная группа СФС по Азии, Ассоциации государств Юго-Восточной Азии и Азиатского банка развития. Активно стали действовать такие региональные инициативы как Форум поглощений на рынке капитала и Региональная группа регуляторов по наблюдению за рынками.

В целом, требования к капиталу азиатских банков оказались менее затратными, чем предполагалось ранее, поскольку многие из них используют стандартизованный подход или менее продвинутые модели для расчета взвешанных по риску моделей активов и не сильно зависят от внутренних моделей. Хотя крупные банки будут вынуждены значительно увеличить свой капитал, это увеличение будет ограничиваться минимизированным сбалансированным

подходом к внутренней оценке риска (IRB – подход к оценке кредитных рисков банков) и по совместимости с другими показателями. Базель III ввел дополнительные ограничения, такие как верхний и нижний пределы, которые ограничивают возможность использовать свои модели оценки риска по внутренним правилам, поскольку они могут существенно меняться в зависимости от модели банка.

Азиатские банки, большинство из которых по своему профилю являются коммерческими, обычно держат кредитные активы на своих балансах до погашения кредита, и больше основываются на своем кредитном рейтинге по сравнению с инвестиционными банками, что требует более тщательной оценки для обеих групп банков. Стандартизованный подход по кредитному риску в рамках Базеля III снизил вес риска для МСП с 100% до 85%, хотя установление верхнего предела может оказать неблагоприятное воздействие на этот уровень.

Окончательные правила Базеля III могут также сильно повлиять на торговое финансирование, которое является поддержкой для азиатских экономик, способствуя развитию международной торговли. Требования к капиталу для банковских рисков будут увеличиваться путем устранения расширенного (AIRB – расширенный подход к оценке кредитных рисков банков) и стандартизованного подхода, основанного непосредственно на кредитоспособности экспортера. Поскольку фондирование торговли обычно зависит не только от финансовой возможности компании, но и от гарантии других банков, эти меры могут отрицательно влиять на финансирование торговли в регионе. Еще одним сложным моментом является финансирование инфраструктуры в Азии, которая является существенным условием для устойчивого роста азиатских экономик. Поскольку банки играют важную роль в долгосрочном финансировании, многое зависит от характера поправок по специализированному кредитованию.

Существует целый ряд других нерешенных проблем, по которым, несмотря на принятые обязательства в рамках международных договоренностей, нет технических решений. Стандартизированный подход к финансированию недвижимости увеличивает требования к капиталу банков, хотя и будет способствовать более надежному управлению рисками и предотвращению перегрева рынков азиатской собственности. Повышение весов рисков в отношении владения акциями (до 250%) предопределяет значительное увеличение потребностей в капитале для азиатских, в особенности японских банков, но будет способствовать сокращению перекрестного владения акциями с крупными корпорациями.

Наряду с этим, проводится существенное изменение отчетности, в результате чего в 10 юрисдикциях МСФО будет принят новый международный стандарт, который, помимо прочего, вводит ожидаемые требования к резервам от возможных убытков по кредитам. Тем не менее, банки в некоторых странах должны иметь возможность ограничить влияние этих отчислений, реализуя резервы для компенсации первоначальных дополнительных сборов.

Эти правила будут усилены в странах Азии, где существуют или разрабатываются режимы санации, но они не являются первостепенной проблемой в регионе. Поддержка государством останется доступной в большинстве юрисдикций Азии, поскольку регуляторы будут неохотно требовать «залога» держателей долговых обязательств проблемных банков в системах, где финансовые рынки все еще развиваются или где банки зависят от оптового финансирования. Большие размеры депозитов, которые ограничивают средства, доступные для залога, также ослабляет интерес к рассмотрению этого варианта в рамках санации.⁷³

Таким образом, завершение формулирования Базеля III и других международных финансовых стандартов не означает, что на этапе его имплементации не существует целого ряда острых проблем. Поскольку правила Базеля III относительно оценок, взвешенных по весу активов, связаны с существенными последствиями конкретно для каждой страны и для каждого

⁷³ https://www.google.ru/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=6&ved=0ahUKEwj55daYkdDZAhXJWSwKHTw5AJ0QFghbMAU&url=http%3A%2F%2Fasianbankingandfinance.net%2Fetail-banking%2Fnews%2Fbasel-iii-implementation-be-delayed-in-asia-pacific&usg=AOvVaw1qj_gnb0Rcxp1X-b03kEtg

рынка, важно осуществлять их реализацию по согласованным на глобальном уровне правилам. Очевидно также, что все эти изменения должны быть рассмотрены с точки зрения макропруденциальной политики и устранения системного риска.

По мнению регуляторного сообщества, в настоящее время усиливается «чувство усталости» в регулятивной политике, что вызвано предшествующим десятилетием интенсивного посткризисного нормотворчества. Это стало очевидным при заключении Соглашения о финализации Базеля III, введении скользящих сроков реализации правил международного регулирования в различных странах. Имеется длинный перечень пунктов реализации, которые предстоит выполнить регуляторам и объектам регулирования, что ведет к появлению и развитию новых рисков в финансовой деятельности. Расходы на обеспечение соблюдения нормативов в Азии увеличилась до 50 млн. долл. в 2015 г., т.е. 200% рост по сравнению с 2014 г.⁷⁴ Частая смена правил привела к тому, что многие финансовые компании существенно увеличили расходы на соблюдение этих правил.

Страны Азии уходят от глобалистского подхода к разработке конкретной страновой политики, исходя из длительных сроков ее реализации, в т.ч. отраслевых кодексов и основных направлений финансовых услуг, построению бизнеса, ориентированного на определенные группы клиентов, реагирования на влияние новых технологий, создания устойчивой к киберопасностям системы, определения параметров воздействия иностранного регулирования на внутренний рынок, постоянной оценки старения населения и изменений климата.⁷⁵ В Малайзии, Индонезии и других странах Юго-Восточной Азии все более интенсивным становится нормотворчество, учитывающее особенности их экономической культуры, поведение местных финансовых институтов, соблюдение финансовыми институтами местного права.

По оценке экспертов⁷⁶, Азиатско-Тихоокеанскому региону предстоит длительный период имплементации соглашений Базеля III и Базеля IV, а также поиски путей взаимоприемлемых решений из-за принятия законодательных решений по регулированию за пределами региона. Полная и своевременная реализация вновь принятых стандартов, в т.ч. продолжению работы по надзорной практике, может сильно сдерживаться из-за рисков регулятивного арбитража. Каждый регион отличается по степени открытости, интернационализации, зрелости и сложности банковских систем. В этой связи предлагается концепция «пропорциональности рисков», для обеспечения которой, в частности, рассматривается упрощенная альтернатива стандартизированному подходу к рыночным рискам, предлагаемая для стран с формирующейся рыночной экономикой с менее сложными банковскими системами. Учитывая важность этой группы проблем, они вынесены на платформы региональных регуляторов – Региональной консультативной группы Базеля и Совета руководителей центральных банков Восточной Азии и Тихого Океана.

⁷⁴ <http://www.scmp.com/business/companies/article/2043179/financial-regulations-have-become-modern-day-frankensteins>

⁷⁵ Если в начальный период отслеживания изменений по финансовой деятельности в правовых актах требовалось 100 регуляторов во всем мире и имело место около 10 изменений в день, то в 1915г. потребовалось 600 регуляторов, принимающих 50000 регулирующих правил ежегодно, т.е. на одно изменение приходится 10 минут. В Азии, принимается 53 изменений в регуляторных правилах каждый день. Лавина регулирования имеет свое происхождение в национальной, международной и трансграничной регулятивной политике для решения проблем на нестабильных рынках. Fintech, который относится к финансовым компаниям, использующим передовые технологии более эффективного ведения бизнеса, является еще одной областью роста для новых правил.

⁷⁶ Financial Services Regulatory Outlook 2018. Deloitte Regulatory strategy Asia Pacific .Melbourne. 2018. pp.5-6

Основные выводы и прогнозы

Перед финансовыми системами стран Азии стоят весьма сложные проблемы многостороннего характера, обусловленные современным этапом их экономического развития и позиционированием в глобализации финансовых процессов. Располагая наиболее крупным среди регионов с таким же уровнем доходов финансовым сектором, азиатская финансовая система в современном виде решает лишь часть макроэкономических и финансовых задач, связанных с сохранением траектории роста и обеспечением финансовой стабильности.

Финансовые системы Азии в зависимости от уровня экономического развития представлены двумя основными группами стран. Если первая группа характеризуется отставанием роста финансового сектора от реального сектора экономики, серьезной структурной внешней и внутренней несбалансированностью сегментов финансовой системы, то для второй в большей степени характерны значительные объемы диверсифицированных финансовых ресурсов, высокая ликвидность и надежность финансовых посредников, развитая законодательная база и инфраструктура финансового рынка.

Динамика банковских активов основных рынков Азии характеризуется повышательной тенденцией, что особенно заметно по таким странам как Вьетнам, Республика Корея, Индия, КНР и Шри-Ланка. Значительное превышение темпов роста их банковских активов по сравнению с темпами роста Северной Америки и Западной Европы позволяет оценить их объемы в среднесрочной перспективе на уровне 40%. Уже в настоящее время из 10 крупнейших глобальных банков мира более 50% активов приходится на страны Азии, в основном Японии и Китая.⁷⁷

Одной из основных тенденций финансирования частного сектора в период после глобального финансового кризиса стал рост кредитования коммерческими банками и другими депозитными институтами. Этот процесс определялся растущим спросом на кредитные ресурсы со стороны реального и потребительского сектора в развивающихся странах Азии в период быстрых темпов развития экономики, в то время как в развитых странах региона на фоне медленных темпов экономического подъема объемы кредита достигли стадии насыщения.

В сфере финансирования частного сектора происходят серьезные структурные сдвиги, которые распространяются в значительной степени на все страны Восточной и Юго-Восточной Азии. Кредитование корпоративного сектора является определяющим в финансовых потоках, которое после временного периода смещения в сторону домашнего сектора, благодаря регулированию и другим мерам, восстановилось и вышло на новый, более высокий уровень. Вместе с тем, на внутреннем финансовом рынке происходит смена системы моделей финансирования частного сектора в сторону более диверсифицированной модели. Это касается не только развивающихся стран Азии, но и таких стран с устоявшимися кредитно-денежными системами как Япония и Китай в связи с более быстрым ростом альтернативных источников, включая выпуск в оборот акций, облигационное финансирование, привлечение пенсионных и взаимных фондов, «теневое» финансирование и др.

В последнее десятилетие стало особенно заметно изменение модели финансового сектора по видам привлекаемых средств. Для пяти стран характерно банковское доминирование в частном секторе: Вьетнам, КНР, Япония, Южная Корея и Таиланд, но у остальных стран кредиты составляют менее 50% от итоговых значений финансового посредничества. У Малайзии и Филиппин наличие долевого и долгового (облигаций) сектора достаточно, чтобы классифицировать финансовые системы как «диверсифицированные с уклоном на портфельные».

Азия все более испытывает необходимость диверсификации кредитно-финансовых систем для того, чтобы снизить чрезмерную зависимость от банковского сектора, имеющего в своей основе, как известно, устойчивое несоответствие сроков погашения активов и пассивов.

⁷⁷ "S&P Global Market Intelligence", 25.04.2018

При определяющей роли банков в финансовых системах азиатских стран значение рынка ценных бумаг в качестве экономического фактора роста в регионе за последние 10-15 лет увеличилось. Доля капитализации фондового рынка как процента от ВВП в большинстве стран Азии сопоставима с такими же показателями по отношению к совокупным активам банковского сектора, а рынок долговых бумаг находится на третьем месте. Это контрастирует с показателями во многих европейских экономиках, где банковский сектор по-прежнему доминирует в финансовом посредничестве.

Рассматривая возможные изменения на рынке капитала Азии и основные тенденции, формирующие эти рынки, следует отметить следующее. Быстрое экономическое развитие этих стран при адаптивной денежно-кредитной политике в развитых странах стимулирует западных инвесторов вести постоянный поиск относительной доходности на развивающихся рынках, в том числе в Азии. Внедрение новых технологий вносит значительные изменения на финансовых рынках, оказывая влияние на их объем, структуру и характер совершаемых операций. Процессы финтех позволяют внебиржевым платформам очищаться от рисков на биржах, а фьючерсы на биржевых торгах постепенно начинают использоваться и на внебиржевых платформах. На этом фоне происходит увеличение инвестиций в частный акционерный капитал, а сами компании остаются частными акционерными в течение длительного срока. Усиливается роль отраслевых структур, которые создаются для поддержки компаний в целях обеспечения условий для большей длительности перехода к публичной компании.

Рынок акций стран Азии сравнительно крупный, с рыночной капитализацией в размере 70-75% от ВВП региона. В показателях фондовых рынков региона, которые можно разделить на 3 основные группы: первая группа (развитые страны) – Япония, Австралия; вторая, тяготеющие к Китаю – Шанхай, Шэньчжэнь, Гонконг, Тайвань, Сеул; и третья – АСЕАН: Малайзия, Индонезия, Филиппины, Сингапур, Таиланд, Вьетнам, существуют различия по капитализации рынка, числу зарегистрированных компаний и объему инвестируемого капитала и торговли.

Наиболее значимой является вторая, китайская группа, которая по объему капитализации и объему продаж акций уже превосходит Токио. В то же время рынки АСЕАН, за исключением Сингапура, являющегося международным финансовым центром, не имеют таких крупных показателей, составляя по капитализации лишь одну восьмую от шанхайского рынка, но с наиболее высокими темпами экономического роста.

Большим потенциалом развития на финансовых рынках Азии обладают рынки облигаций, поскольку во многих азиатских странах суммы непогашенной задолженности долговых ценных бумаг, как правило, невелики по сравнению с уровнем дохода. Основная причина этого заключается в относительно низком уровне государственной задолженности стран Азии (за исключением Японии). Кроме того, ряд стран, таких как Китай и Индия, по-прежнему в значительной мере зависят от нерыночных форм финансирования. На выпуск долговых ценных бумаг приходится лишь около 40% общего долга правительства в Китае и Индии по сравнению с глобальным средним 85%.

Вовлечение азиатских стран в процесс финансовой глобализации проявляется в активизации участия их финансовых институтов и корпораций в операциях на международных рынках капитала, расширении доступа к мировому финансовому рынку и его основным инструментам. Экономический рост азиатских стран сопровождался активной интеграцией в мировую экономику по основным статьям платежного баланса. Наряду с внешней торговлей и операциями по различным видам услуг существенно активизировались взаимные потоки долгосрочного и краткосрочного капитала. В результате, усилились позиции этих государств в мировом торговом обороте и трансграничном движении капиталов. Общий уровень финансовой зависимости стран Азии от инвестиционных потоков приближается к уровню Западной Европы и США. Однако многосторонность и сложность регулирования, многообразие форм и методов этого процесса значительно усиливают уязвимость азиатских экономик по отношению к крупным финансовым потрясениям в мире.

После азиатского финансового кризиса 1997-1998 гг. и глобального финансового кризиса 2007-2008 гг. страны Восточной Азии, наряду с укреплением внутренней финансовой стабильности продвигают региональную финансовую интеграцию. Они исходят из того, что развитие глубоких и устойчивых связей в рамках регионального финансового рынка позволит ослабить возникающую рыночную нестабильность и обеспечить базис для дальнейшего развития рынка финансовых услуг. Однако продвижение этих инициатив серьезно сдерживается фрагментацией рынков отдельных стран, их более тесными связями с рынками развитых стран. Этому также препятствует и недостаточная глубина и ликвидность финансовой системы из-за ограничений доступности региональных финансовых продуктов. Дальнейшая финансовая интеграция потребует либерализации капитальных счетов, продвижения общих стандартов для финансовых операций, а также создания финансовой инфраструктуры, способная поддерживать трансграничные операции.

С началом мирового финансового кризиса, азиатские страны показали заметное увеличение трансграничной финансовой взаимосвязанности, осуществляя активные операции на рынке капиталов и притягивая глобальные потоки капитала в регион. В течение длительного времени азиатские страны выступают в качестве источника, а не получателя инвестиций, что соответствует их роли нетто-накопительного региона. Заметное увеличение активов за рубежом в первую очередь приходится на требования банков, за ними следуют ПИИ, долговые и портфельные активы в акционерный капитал. Внутри региональная доля трансграничных обязательств по всем видам активов выросла по сравнению с 2010 г., что подтверждает тенденцию к формированию регионального интегрированного финансового рынка в Восточной и Юго-Восточной Азии, в значительной степени смещенного в сторону ПИИ, что является основной статьей по требованиям и обязательствам.

Можно предположить, что в дальнейшем эти группы стран будут использовать различные модели финансовой интеграции, учитывая различные траектории роста и структуру финансового рынка. С точки зрения категорий используемых инвестиций можно считать, что поскольку экономики Восточной и Юго-Восточной Азии продолжают расти, становятся более насыщены финансовыми ресурсами и происходит их диверсификация, модель финансовой интеграции будет больше соответствовать модели западноевропейских стран, с некоторым ослаблением акцента на ПИИ и усилением на портфельные и банковские инвестиции. Финансирование такого типа, распространенного в большей степени в развитых странах, предполагает более сложные транзакции и может оказать заметное влияние на финансовую стабильность региона, в то время как ПИИ являются более устойчивыми в периоды, когда происходят экономические и финансовые потрясения.

Осуществление реформ и реструктуризация финансовой системы в странах Азии, которые находились в эпицентре кризиса конца 90-х гг., привели к значительным изменениям в сторону ее оздоровления и позволили сравнительно легко преодолеть кризисные явления 2008-2009 гг. Вместе с тем, эти страны использовали различные стратегии построения финансовых систем, определившие их дальнейший рост. В странах с преобладанием госсектора банки существенно меньше сталкивались с обычными финансовыми рисками, поскольку за ними стояло государство и в случае ухудшения финансовых показателей, осуществлялась государственная поддержка, которая находила отражение в росте государственного долга. В основном это стало типично для четырех стран: КНР и Индия, где государство владеет 70-75% банковской системы; Шри-Ланка – 50-55% и Вьетнам, где государству принадлежит менее 50%. С другой стороны, Малайзия, Таиланд, усиливают государственное регулирование, но имеют значительный национальный частный банковский сектор. В Южной Корее расширяется присутствие иностранных банков в целях обеспечения финансовой устойчивости.

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.

Устойчивость финансовых систем Азии к долговременным макроэкономическим шокам проявилась во время кризисов банковского сектора США и еврозоны и последовавшим за ними периодом стагнации. Здоровые балансы банковских институтов в государственном и частном секторе, управление рисками и в целом незначительная роль токсичных активов существенно снизили уязвимость финансовых систем. Азиатские регуляторы обладают большим арсеналом инструментов макропруденциальной политики, выраженной, прежде всего, в регулировании отношения объема кредита к рыночной стоимости залога (Гонконг, Сингапур), резервных требованиях (Китай, Южная Корея), валютном контроле (Малайзия), стресс-тестах (Австралия) и др. Нормативно-правовые базы стран Азии были более «консервативными», с большим регулятивным захватом и меньшим упором на преимущества свободных финансовых рынков. Большие валютные резервы явились в целом ряде случаев подушкой от сильных колебаний потоков капитала по статьям платежного баланса.

В то же время финансовая система Азии во многом подвержена систематическим рискам, возникающим под воздействием изменений в реальном секторе экономики (например, структурной перестройки и технологий), на банковские портфели и модели финансирования, в результате волатильности потоков капитала и цен на активы, взаимосвязанности банков с «теневыми» банковскими институтами. Ограниченность отдельных направлений регулирования затрудняет решение проблемных задач, таких как преодоление процикличности, ограничение воздействия на финансовый рынок транснациональных компаний, повышение финансовой сложности банковских операций. Банковские системы все еще недостаточно развиты и больше зависят от розничных продуктов, а не оптового финансирования, на что, в частности, направлены рекомендации Базельского комитета по банковскому надзору,

Вместе с тем, страны с низким и средним уровнем дохода населения продолжают испытывать серьезные проблемы в области экономического роста из-за различных условий развития финансового сектора и рынка, потенциала регулирования, масштабы и качества потока информации, а также финансовой открытости. Существует острая необходимость создания эффективного механизма финансового регулирования и надзора, принятия мер по модернизации финансовой архитектуры с тем, чтобы избежать повторения кризисов. Во многих странах Азии регуляторы расширили свои компетенции, им предоставили большие полномочия с тем, чтобы они могли более полно оценивать уровень банковской устойчивости в быстро развивающейся финансовой среде и определять влияние новых разработок на микро- и макропруденциальную стабильность финансовых институтов, систему управления рисками, условия защиты прав инвесторов.

Мировой финансовый кризис и последующий кризис еврозоны в сочетании с факторами регионального характера поставил азиатские страны перед необходимостью более тесного международного сотрудничества в сфере регулирования.

Во-первых, хотя глобальный финансовый кризис стимулировал волну усиления финансового регулирования под эгидой G20, поставленные задачи в значительной мере определялись интересами стран с развитой экономикой. В то же время возросла потребность азиатских стран в формулировании на глобальных форумах, таких как Совет по финансовой стабильности и G20 собственной точки зрения, которая может быть выдвинута официальными региональными объединениями стран Азии.

Во-вторых, усиливается региональная экономическая и финансовая взаимозависимость стран региона, в том числе между странами АСЕАН, Китайской Народной Республикой, Японией и Республикой Корея, что связано с развитием сетевых цепочек поставок и финансовой либерализацией, поднимающих коэффициент корреляции экономической и финансовой деятельности в регионе.

В-третьих, наличие больших глобальных или региональных финансовых компаний в регионе повышает риск вторичных кризисных явлений и «заражения», вызывая необходимость

более скоординированного подхода к надзору, в том числе созданию наднациональных надзорных органов.

В-четвертых, финансовое развитие и интеграция должны способствовать экономическому росту, и растущая гармонизация регионального регулирования и взаимное признание нормативных стандартов и правил может поддерживать этот процесс и снизить связанные с ними системные риски.

Реформирование регулятивной системы стран Азии после глобального финансового кризиса 2008-2009 гг. в значительной степени следовало общим направлениям трансформации мировых финансовых рынков. Вместе с тем, несмотря на имеющиеся сдвиги в совместной разработке международных финансовых стандартов, регулирующие органы из стран с формирующимися рынками и развивающихся стран в значительно меньшей степени вовлечены в процессы разработки международной системы регулирования и стандартов, чем их коллеги из промышленно развитых стран.⁷⁸

В этой связи банковские круги развивающихся стран Азии расходятся во мнении относительно общих выгод, получаемых в результате обеспечения стабильности мировой и региональных финансовых систем и устойчивости их компонентов и издержек, связанных с происходящими изменениями. Прогнозируя общее позитивное влияние на банковскую отрасль и реальную экономику рекомендаций Базеля III, они ставят под сомнение ряд выдвинутых в ходе его имплементации пруденциальных правил и вносят свои предложения по пересмотру его значимых компонентов.

К ключевым проблемам, относящимся непосредственно к развивающимся странам и странам с формирующимися рынками, следует отнести определение размеров активов банковских институтов, основанных на внутренней модели, вследствие применения рядом стран заниженных оценок при вводе информации и, соответственно, более высоких показателей по нормативам Базеля III. По-прежнему остается нерешенной проблема оценки ликвидности стран с неглубоким финансовым рынком и малыми объемами высококачественных ликвидных активов, что учитывается при расчете коэффициента покрытия ликвидности и чистого стабильного коэффициента финансирования.

Регуляторам стран Азии приходится принимать во внимание тот факт, что, если в настоящее время основное направление реформы регулирования в Азии связано с обеспечением соответствия нормативам Базеля III, то в последующие годы национальным регуляторам и объектам регулирования предстоит перестраивать свою деятельность и в связи с дальнейшим развитием финансового законодательства в США и Западной Европе. Возрастающее влияние на системы регулирования станет оказывать экономическое развитие КНР, которая, по прогнозам автора, к тридцатым годам нынешнего века обгонит по основным финансовым показателям США и сможет определять многие регулятивные процессы в регионе.

По мнению регуляторного сообщества, в настоящее время усиливается «чувство усталости» в регулятивной политике, что вызвано предшествующим десятилетием интенсивного посткризисного нормотворчества. Это стало очевидным при заключении Соглашения о финализации Базеля III, введении скользящих сроков реализации правил международного регулирования в различных странах. В условиях сохраняющейся неопределенности в отношении выработки окончательных международных стандартов страны Азии концентрируются на формулировании конкретных страновых правил финансового регулирования, особенно в связи со спецификой их экономической культуры, поведением местных финансовых институтов, соблюдением финансовыми институтами местного права, подготовкой нормативной и статистической отчетности и обеспечением качества предоставляемой информации. В дальнейшем, как они рассчитывают, эти направления будут

⁷⁸ Emily Jones Alexandra Zeitz The Limits of Globalizing Basel Banking Standards. Journal of Financial Regulation, 2..2017, pp.17-19

конкретизироваться благодаря изменениям в стандартах бухгалтерского учета и новым требованиям к капиталу в рамках Базеля IV.

Неудовлетворенность функционированием существующей мировой финансовой архитектуры и потребности в получении более значительных региональных средств вызывает необходимость обращать большее внимание на региональные финансовые механизмы, которые в силу различных причин все еще не выполняют функции международной страховочной сети. Региональное управление макроэкономического наблюдения АСЕАН+3 в частности получило статус международного института, но его деятельность по охвату и эффективности макроэкономического и финансового надзора недостаточна для мониторинга риска финансовой стабильности в регионе. Многосторонняя инициатива Чианг-Май не смогла обеспечить достаточную поддержку при использовании своп соглашений и ограничить влияние глобального кризиса в результате «заражения». До сих пор они не стали серьезным механизмом противодействия дестабилизации национальных финансовых систем и не принимают заметного участия в выработке финансовой политики АСЕАН+3, ЕМЕАР и SEACEN.⁷⁹ В связи с этим необходимы дальнейшие шаги для активизации деятельности этих организаций по координации финансового регулирования в рамках Экономического сообщества АСЕАН. И, наконец, существует острая потребность налаживания тесных институциональных взаимоотношений между этими региональными механизмами и МВФ и СФС с целью не допустить возможности возникновения новых кризисов.

⁷⁹ South East Asian Central Banks

Научное издание

Ноздрев Станислав Васильевич

Новый этап формирования финансовых рынков в странах Азии

Аналитический доклад

ISBN 978-5-9535-0541-3

Подписано в печать 17.12.2018.
Формат 60×84/8. Печать офсетная.
Объем 10.5 п.л., 6,7 а.л. Тираж 50 экз. Заказ № 29/2018

Издательство ИМЭМО РАН
Адрес: 117997, Москва, Профсоюзная ул., 23