

М.Ю. Головнин***А.А. Абалкина****

Финансовая интеграция в Европе и Азии

Одной из важнейших составляющих интеграционных процессов на современном этапе в силу особой роли финансовых систем в экономике являются процессы финансовой интеграции.

Сейчас Европейский Союз приступает к новой стадии финансовой интеграции в связи с окончанием реализации Плана действий в сфере финансовых услуг, рассчитанного на 1999-2005 гг. 3 мая 2005 г. Европейская комиссия разместила на своем сайте Зеленую книгу¹⁹ по политике в области финансовых услуг на 2005-2010 гг. и до 1 августа ожидала откликов на этот документ. В другой части света – Азии – началась реализация очередной инициативы по финансовой интеграции. 12 мая 2005 г. было объявлено о начале функционирования Азиатского облигационного фонда 2. Настоящая статья призвана рассмотреть процессы финансовой интеграции в Европе и Азии, опыт которых может оказаться полезным для стран постсоветского пространства при реализации ими интеграционных инициатив в этой сфере.

Глобальная и региональная интеграция

На современном этапе развития мирового хозяйства процесс финансовой интеграции реализуется на двух уровнях: глобальном и региональном.

Для обозначения понятия глобальной финансовой интеграции чаще используют термин «финансовая глобализация». Она проявляется в движении к

* Старший научный сотрудник, к.э.н., заместитель руководителя Центра проблем интеграции ИМЭПИ РАН.

** Научный сотрудник Центра проблем интеграции ИМЭПИ РАН, к.э.н.

¹⁹ Первый вариант документа, вынесенный на обсуждение.

формированию единого мирового финансового рынка²⁰. Движущими силами финансовой глобализации выступают ликвидация барьеров на пути межстрановых финансовых потоков, развитие современных технологий на финансовых рынках, создание финансовой инфраструктуры глобального масштаба.

Глобальная финансовая интеграция реализуется в двух направлениях – негативная интеграция (снятие барьеров на пути движения капиталов между странами и в части трансграничного предоставления финансовых услуг) и намечающаяся позитивная интеграция (создание международных стандартов в финансовой сфере).

Негативная интеграция шла по пути открытия национальных рынков капитала, которая происходила как по инициативе отдельных стран (вследствие оценки преимуществ свободного движения капитала), так и под влиянием международных организаций (Международного валютного фонда, Всемирной торговой организации в рамках Генерального соглашения по торговле услугами и Соглашения по связанным с торговлей инвестиционным мерам и др.).

Именно благодаря негативной интеграции тенденция к финансовой глобализации стала реальностью. Однако, помимо положительных последствий, к которым относятся снижение издержек посредничества и повышение эффективности и глубины мировых финансовых рынков, глобализация ведет и к усилению нестабильности в виде периодически возникающих финансовых кризисов.

Для адекватного ответа на вызовы финансовой глобализации различные международные организации стремятся к выработке стандартов деятельности на мировых финансовых рынках, тем самым реализуя позитивное направление глобальной финансовой интеграции. В качестве примеров можно привести

²⁰ Лебедев А.Е. Финансовая глобализация: общая характеристика и вызовы для России. М., ИМЭПИ РАН, 2003, с. 5.

принятие Базельским комитетом по банковскому надзору Соглашений по капиталу (так называемые «Базель-1» и «Базель-2»); подготовку Международной организацией комиссий по ценным бумагам (IOSCO) документа «Цели и принципы регулирования рынков ценных бумаг», содержащего 30 базовых принципов регулирования; а также разработку международных стандартов бухгалтерской отчетности (МСФО) Комитетом международных стандартов бухгалтерской отчетности (IASB).

Региональная финансовая интеграция проявляется в создании общего финансового рынка в рамках определенной группы государств и обеспечении свободного движения капитала и финансовых услуг между этими государствами. Если глобальная интеграция связана с процессами финансовой и валютной либерализации в мировом масштабе, то региональная – только в рамках определенного региона. Поэтому ее результатом может быть не только открытие финансовых рынков (для других стран-участниц интеграционной группировки), но и их закрытие (для третьих стран) с целью предотвращения возможных внешних кризисных воздействий. Однако на практике процессы финансовой глобализации и региональной финансовой интеграции обычно идут параллельно и в одном направлении.

Согласно теории экономической интеграции Б.Балассы, финансовая интеграция реализуется на более поздних этапах по сравнению с развитием торгового сотрудничества. Поэтому, несмотря на существование достаточно большого количества интеграционных группировок в мировой экономике, значительных успехов в реализации инициатив по финансовой интеграции достигли только некоторые. Среди них в первую очередь можно выделить Европейский Союз (ЕС).

На сегодняшний день ЕС достиг наиболее высокого уровня взаимозависимости государств среди ныне существующих интеграционных группировок в мире. Он является также единственным блоком, который прошел

все этапы экономической интеграции, выделяемые в теории. В настоящее время Европейский Союз представляет собой интеграционную группировку на стадии Экономического и валютного союза с едиными наднациональными органами, определяющими стратегию ее развития, однако центры принятия экономических решений по-прежнему находятся в странах-членах ЕС.

Одной из ключевых задач ЕС на современном этапе выступает создание единого рынка финансовых услуг. Европейский Союз прошел нелегкий и достаточно долгий путь по формированию этого рынка. На начальном этапе были предприняты меры для проведения негативной интеграции, заключающиеся в либерализации операций, связанных с движением капитала. В большинстве своем члены ЕС сняли контроль за трансграничными операциями с капиталом в начале 1980-х гг. Однако Испания, Португалия, Франция и Бельгия завершили этот процесс лишь к началу 1990-х гг. (см. Таблицу 1).

На втором этапе сочетались методы негативной и позитивной интеграции. Значительным шагом в его рамках стало подписание Единого европейского акта в 1986 г., заложившего фундамент для образования единого внутреннего рынка, а также определившего принципы перехода к экономическому и валютному союзам. В начале 1990-х гг. в Европейском Союзе начинают предприниматься активные меры по интеграции внутренних рынков стран этой группировки в единый европейский рынок в соответствии с «Программой единого рынка 1992 г.». Разрабатываются планы интеграции для отдельных рынков, в частности, финансового. Так, в 1999 г. был принят шестилетний План действий в сфере финансовых услуг (Financial Service Action Plan, FSAP) на период с 1999 по 2005 гг.

Два основных этапа интеграции, отмеченных выше, реализовывались по меньшей мере в течение 15 лет. Это можно проследить на примере либерализации рынка банковских услуг в странах-членах ЕС.

Таблица 1

Либерализация рынка банковских услуг в странах-членах ЕС

	Либерализация капитальных операций	Дерегулирование процентных ставок	Первая банковская директива	Вторая банковская директива
Бельгия	1991	1990	1993	1994
Дания	1982	1988	1980	1991
Франция	1990	1990	1980	1992
Германия	1967	1981	1978	1992
Греция	1994	1993	1981	1992
Ирландия	1985	1993	1989	1992
Италия	1983	1990	1985	1992
Люксембург	1990	1990	1981	1993
Нидерланды	1980	1981	1978	1992
Португалия	1992	1992	1992	1992
Испания	1992	1992	1987	1994
Великобритания	1979	1979	1979	1993

Источник: www.eu.int

Данные таблицы показывают, что в банковской системе на протяжении полутора десятилетий сочетались методы негативной и позитивной интеграции. Несмотря на достаточно продолжительный процесс интеграции, он все-таки еще не закончен до конца.

Зачем нужна финансовая интеграция в ЕС?

Основной идеей финансовой интеграции ЕС выступает заинтересованность в наращивании потенциала, а также увеличении конкурентоспособности европейской экономики в ближайшем будущем с учетом вызовов нового времени, а именно: появлением глобальных игроков на мировом рынке финансовых услуг, усилением конкуренции на нем и увеличением масштабов финансовых кризисов.

В связи с этим необходимость интеграции европейских финансовых рынков обусловлена рядом объективных обстоятельств.

1. Отставанием ЕС от США по уровню развития финансовых рынков, несмотря на сопоставимый уровень экономического потенциала.

Капитализация двух крупнейших бирж США (Нью-Йоркской фондовой биржи и NASDAQ) в мае 2005 г. составила 16,2 трлн. долл. Для сравнения: капитализация крупнейшей фондовой биржи ЕС – Лондонской – была равна 2,77 трлн. долл., а четырех крупнейших бирж стран еврозоны (Еuronext, Немецкой биржи, Испанских бирж и Биржи Италии) – 5,15 трлн. долл.²¹. Интеграция финансовых рынков призвана сформировать в ЕС конкурентоспособный по сравнению с американским сегмент мирового финансового рынка.

2. Поддержкой инвестиционной активности и экономического роста через механизм привлечения средств на фондовых рынках. Финансовая интеграция позволяет более эффективно осуществлять трансформацию сбережений в инвестиции, расширять спектр доступных финансовых инструментов, снижать трансакционные издержки²².

3. Необходимостью обеспечения стабильности всей европейской финансовой системы: единый финансовый рынок будет более устойчив к внешним потрясениям в силу большей глубины и ликвидности.

Финансовая интеграция – это в то же время и фактор развития и модернизации финансовой системы ЕС, который будет впоследствии способствовать увеличению конкурентоспособности и производительности экономики. Инициативы финансовой интеграции полностью соотносятся со стратегической целью, поставленной перед собой Европейским Союзом: к 2010 г. сделать европейскую экономику самой эффективной и динамичной в мире.

Достижению этой цели будут способствовать позитивные сдвиги в европейской экономике в результате реализации инициатив финансовой интеграции. В докладе, подготовленном Институтом европейской политики и Центром европейских экономических исследований, утверждается, что

²¹ Focus. World Federation of Exchanges, 2005, no. 7, p. 34.

²² Мишина В., Головин М. Европейская финансовая интеграция: опыт для России и стран СНГ. Рынок ценных бумаг, 2004, №10, с. 35.

дальнейшая интеграция будет содействовать росту ВВП. Так, по их оценкам, дополнительный прирост экономики будет находиться в диапазоне 0,5-0,7 процентных пунктов в год, что составит по меньшей мере 43 млрд. евро (исходя из расчетов по данным за 2000 г.)²³. Проведенное Центром изучения экономики и финансов экономического факультета университета Салерно исследование приходит к схожим результатам: повышение уровня развития рынка финансовых услуг ЕС до американского приведет к дополнительным 0,6-0,7 процентным пунктам прироста обрабатывающей промышленности в год²⁴. Ссылаясь на данные исследования London Economics, Президент Европейского Центрального банка Ж.-К. Трише отмечает, что в результате интеграции европейского рынка облигаций и акций ожидается дополнительный прирост экономики на 1,1 процентных пункта в год в ближайшие 10 лет²⁵.

Помимо макроэкономических позитивных результатов преимущества от интеграции получит также широкий круг экономических агентов:

- за счет реализации эффекта масштаба на едином рынке эмитенты смогут привлекать капитал по более низкой цене;
- инвесторы получают возможность проводить диверсификацию и распределение рисков;
- преимуществами для потребителей являются увеличение номенклатуры услуг, снижение процентных ставок, а также уменьшение себестоимости ряда финансовых продуктов.

Однако дальнейшая интеграция сопряжена с рядом серьезных рисков. Открывая границы на пути движения финансового капитала, страны-члены ЕС подвергаются риску неконтролируемого движения капитала внутри блока, а

²³ Heinemann F., Jopp M. The Benefits of a Working European Retail Market for Financial Services. Report to European Financial Services Round Table, 2002. P.12.

²⁴ Guiso L., Japelli T. et al Financial Market Integration and Economic Growth in the EU. CSEF Working Paper №118, 2004, April. P. 30.

²⁵ Financial markets integration in Europe: the ECB's view. Speech by Jean-Claude Trichet, President of the ECB 9th European Financial Markets Convention Federation of European Securities Exchanges. Brussels, 2005, 26 May.

также могут быть в значительной мере подвержены быстрому распространению кризисных явлений, возникших в одной из стран ЕС. То есть интеграция способствует «защите» стран-членов блока от внешних факторов, однако может являться катализатором для внутренних.

Финансовая интеграция сопровождается также значительными трансформационными издержками как для национальных регулятивных органов, так и для участников рынка. При этом координация в рамках частного сектора обычно бывает недостаточной, поскольку те, кто несут издержки по интеграции, не всегда являются основными получателями выгод от нее. Например, существует круг участников финансового рынка, которому выгодна его фрагментация, поскольку они выигрывают за счет того, что оказывают услуги экономическим агентам на разных рынках.

Тем не менее, страны-члены ЕС осознанно идут на потерю части национального суверенитета и открытие границ с целью развития интеграционных процессов, делая вывод, что преимущества от интеграции превышают связанные с ней издержки.

Состояние финансовой интеграции в ЕС

На сегодняшний день глубина финансовой интеграции различна в зависимости от сегмента рынка финансовых услуг.

Введение единой валюты евро привело к значительному уровню интеграции на денежном рынке, а также связанном с ним рынке деривативов по процентным ставкам. Меры, предпринятые в рамках Плана действий в области финансовых услуг, способствовали интеграции рынка государственных облигаций и (в меньшей степени) корпоративных облигаций. Однако в значительной степени сегментированными остаются сектор розничных финансовых услуг, расчетная инфраструктура на рынке ценных бумаг. В меньшей степени продвинулся по пути интеграции рынок акций.

Тем не менее, общий прогресс в части интеграции финансовых рынков очевидно прослеживается. Например, на конец 2003 г. около 45% ценных бумаг, выпущенных нефинансовыми институтами, были приобретены за пределами страны-заемщика, но в рамках ЕС. Причем за последние 5 лет объем таких трансграничных операций возрос в два раза. Другой пример касается рынка межбанковских кредитов, где доля европейских трансграничных операций составляет около 25% (тогда как в 1998 г. она была равна 20%)²⁶.

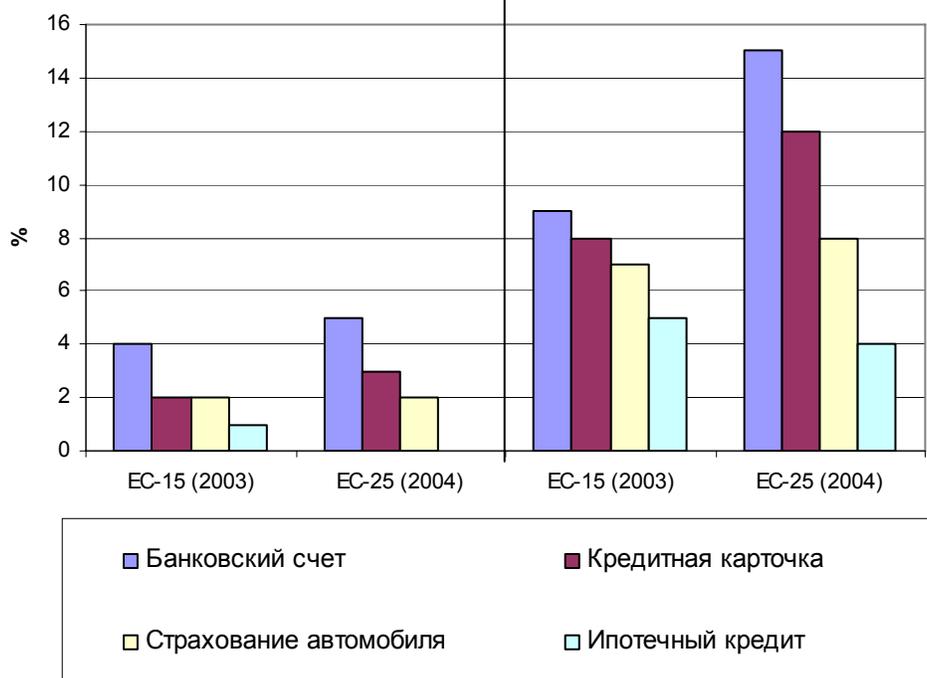
В то же время, как отмечалось, в ЕС сохраняется значительная фрагментация розничного финансового рынка (см. График 1).

График 1

Уровень интеграции розничного рынка финансовых услуг в странах ЕС

Доля населения, приобретшего розничные финансовые услуги в других странах ЕС

Доля населения, собирающаяся приобрести розничные финансовые услуги в других странах ЕС



Источник: Financial Integration Monitor. Commission staff working document SEC (2005) 927, 2005. P.10.

²⁶ European financial integration: the views of the ECB. Speech by Jean-Claude Trichet, President of the ECB EUROPLACE International Financial Forum. Paris, 2005, 6 July.

Из приведенных данных видно, что население стран ЕС неактивно в приобретении розничных финансовых услуг в других странах ЕС. Так, по итогам 2004 г. только 5% населения имеет счет в зарубежном европейском банке. Этому обстоятельству есть ряд объяснений.

Во-первых, для развития розничного бизнеса, как правило, необходима достаточно широкая сеть отделений в странах ЕС (в отличие, например, от кредитных или инвестиционных операций, где не требуется физического присутствия поставщика услуг в стране потребителя). А доля иностранных европейских банков в ЕС-15 не так уж велика: в среднем 15% (за исключением Великобритании и Люксембурга). Во-вторых, существуют также языковые и культурные различия, которые являются серьезным препятствием на пути создания единого розничного рынка. В-третьих, наличие асимметричной информации на розничном финансовом рынке значительно ограничивают возможности его интеграции.

Что касается состояния финансовой инфраструктуры, то степень ее интегрированности различна в зависимости от рассматриваемой области. Что касается крупномасштабных расчетов, то в ЕС функционирует платежная система TARGET. Она является второй по величине в мире после Fedwire в США и проводит ежедневно расчеты на сумму около 1,7 трлн. долл., покрывая таким образом до 90% всех платежей в ЕС²⁷.

Однако в сфере трансграничных расчетов по операциям с ценными бумаги ситуация обстоит намного сложнее, так как рынок значительно фрагментирован. Страны ЕС пытаются вести достаточно сбалансированную политику строительства финансовой инфраструктуры. Однако их опасения состоят в том, что создание единой финансовой системы расчетов может

²⁷ Financial markets integration in Europe: the ECB's view. Speech by Jean-Claude Trichet, President of the ECB 9th European Financial Markets Convention Federation of European Securities Exchanges. Brussels, 2005, 26 May.

привести к возникновению монополии, которая приведет к увеличению издержек для общества.

В последнее время в области финансовой инфраструктуры тесные связи устанавливаются между торговыми площадками, расчетными и клиринговыми центрами и депозитариями, которые объединяются в национальные или даже многонациональные биржевые холдинги. Наиболее крупными примерами первых в ЕС являются Немецкая биржа, Итальянская биржа, холдинг Испанских бирж. В то же время идет процесс объединения национальных торговых площадок. Среди самых ярких примеров:

- созданная в 2000 г. группа Euronext, которая в настоящее время объединяет инфраструктуру рынка ценных бумаг Франции, Нидерландов, Бельгии и Португалии, и
- группа OMX в Северной Европе, появившаяся в сентябре 2003 г. в результате слияния шведской группы OM и Хельсинских бирж, а сейчас включающая также Копенгагенскую фондовую биржу и принадлежащие скандинавским биржам фондовые площадки стран Балтии.

Существуют и другие формы объединения бирж разных стран. Например, использование одними биржами торговых систем других бирж. Здесь можно привести примеры торговой платформы Xetra Немецкой биржи, на которой ведутся также торги Венской и Ирландской фондовых бирж, и группы OMX, торговая площадка которой (SAXESS) используется, помимо шести бирж, входящих в группу, также биржами Осло и Исландии.

Таким образом, идет явный процесс интеграции финансовой инфраструктуры, но он имеет свои очевидные границы, определяемые конфигурацией крупнейших игроков на этом рынке в Европе – Лондонской фондовой биржи, биржи Euronext и Немецкой биржи, между которыми идет

конкуренция. Видимо, вокруг этих трех центров и будет концентрироваться процесс интеграции биржевых структур, возможно, в отдельный крупный центр превратится североевропейский фондовый рынок. Однако в ближайшее время объединение трех упомянутых групп, по нашему мнению, маловероятно. Об этом, в частности, свидетельствуют неудачные попытки Немецкой биржи и заявленные интересы Euronext приобрести Лондонскую фондовую биржу.

Таким образом, состояние финансовой интеграция в странах ЕС неоднозначно. С одной стороны, на фоне достаточно интегрированных финансовых рынков (денежного, государственных ценных бумаг) существуют менее интегрированные рынки (акций и корпоративных облигаций), а ряд рынков, в частности розничный, до сих пор значительно фрагментирован. Недостаточно консолидирована и финансовая инфраструктура. С другой стороны, не все страны ЕС в одинаковой степени вовлечены в интеграционные процессы.

Асимметричность интеграции рынка финансовых услуг в целом в ЕС вызвана рядом факторов. Во-первых, ряд стран изначально имел достаточно открытые финансовые рынки. Это прежде всего касается мировых финансовых центров, расположенных в границах ЕС, например, Великобритании и Люксембурга. Они являются в большей степени игроками не региональной, а глобальной интеграции, что, кстати, иногда приводит к противоречиям. Либерализация финансовой системы других стран ЕС шла более медленными темпами и до сих пор не достигла их уровня. Во-вторых, существенную роль играет и неравномерность развития как экономик стран ЕС в целом, так и их финансовых рынков. В-третьих, сохранившиеся различия в режимах налогообложения влекут за собой серьезный перелив капитала в страны с более либеральным режимом налогообложения.

Для преодоления имеющихся сложностей в рамках ЕС сейчас разрабатывается новая политика в области финансовых услуг на 2005-2010 гг.

Результаты выполнения Плана действий в области финансовых услуг и перспективы финансовой интеграции в ЕС

Предшествующий этап финансовой интеграции был связан с реализацией Плана действий в сфере финансовых услуг, который предполагал построение к 2005 г. единого рынка финансовых услуг в ЕС. Достичь этого предполагалось путем принятия 42 законодательных документов как на общеевропейском, так и на национальном уровне. К настоящему времени в своей законодательной части практически весь План действий уже реализован: так, 39 из 42 мер Плана были приняты за шесть лет его действия. Однако, проблемы сохраняются в связи с применением законодательных мер на уровне отдельных государств-членов, поскольку национальные правительства заинтересованы в первую очередь не в интеграции финансовых рынков, а в защите интересов своих стран²⁸. Кроме того, как мы показали, формирование единого рынка финансовых услуг в Европе до сих пор не завершено. В связи с этим возникла необходимость в разработке новой стратегии развития финансовой интеграции.

Она нашла отражение в новом документе - Зеленой книге по политике в области финансовых услуг на 2005-2010 гг., которая сейчас активно обсуждается с регулируемыми органами и участниками рынков. На ее основе в ноябре 2005 г. намечается принятие нового Плана действий на 2005-2010 гг. В процессе его реализации будут затронуты следующие сферы:

- консолидация существующего законодательства, а также внедрение ряда новых инициатив;
- обеспечение эффективной системы внедрения европейских норм права в национальное законодательство;

²⁸ EU Monitor, 2005, No. 24. Deutsche Bank Research, 2005, 6 May.

- контроль за реализацией Плана действий, а также оценка влияния на европейский финансовый сектор.

Новый План действий предусматривает ряд новых направлений. В их числе управление активами и розничные финансовые услуги.

Особое внимание уделяется улучшению регулирования финансовых рынков и механизмов принуждения к исполнению регулирующих норм. В числе приоритетов - упрощение существующих правил (как на европейском, так и на национальном уровне), поскольку уже проявились опасения того, что финансовая интеграция приведет к усложнению регулирования на финансовых рынках и, как следствие, к снижению их эффективности; а также согласование стандартов по надзору²⁹.

Расширение ЕС и финансовая интеграция

В 2004 г. произошло наиболее масштабное расширение ЕС за счет присоединения десяти новых членов, в числе которых восемь стран Центральной и Восточной Европы (ЦВЕ). Страны ЦВЕ оказались в достаточно сложном положении, поскольку структура их финансовой системы серьезно отличается от старых членов Европейского Союза, которые уже на протяжении многих лет интегрируются в различных сферах экономики.

Основу финансовой системы 10 стран ЦВЕ составляет банковская система. На начало 2004 г. ее активы были равны 77% ВВП, тогда как в ЕС-15 этот показатель достигал 280%. Рынок страховых услуг в ЦВЕ достаточно скромнен по своим размерам (активы страховых компаний - 10% ВВП) по сравнению с 55% в ЕС-15³⁰. Многие другие секторы рынка финансовых услуг в ЦВЕ находятся еще в процессе формирования и по своему масштабу значительно уступают показателям в ЕС до его расширения.

²⁹ Green Paper on Financial Services Policy (2005-2010).

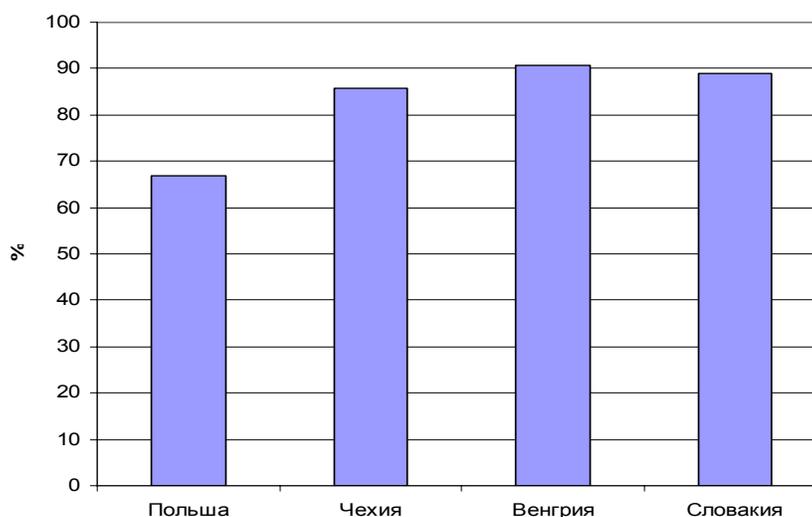
http://www.eu.int/comm/internal_market/finances/actionplan/index_en.htm.

³⁰ Financial Integration Monitor. Commission staff working document SEC (2005) 927, 2005. P.6.

Интеграция стран ЦВЕ в единый финансовый рынок ЕС идет по пути открытия границ иностранному капиталу, который на сегодняшний день занимает значительные позиции на рынке (см. График 2).

График 2

Доля иностранного капитала в активах банковских систем стран ЦВЕ (по итогам 2003 г.)



Источник: Banking in CEE. Bank Austria. - 2004. - April. P. 48; Summary Evaluation of the Financial Situation of Polish Banks, 2004. P. 14.

Открывая границы иностранному капиталу, страны ЦВЕ смогли решить ряд проблем, связанных с качеством управления, модернизацией финансовой системы, однако не смогли достичь уровня развития стран ЕС, что затрудняет их адаптацию в интеграционном блоке. Проблемы интеграции стран ЦВЕ связаны также и с разнонаправленностью этого процесса. Страны ЦВЕ интегрировались в единый финансовый рынок путем открытия границ для европейского капитала, который занимает значимые позиции, однако экспансия

местных финансовых институтов в странах ЕС-15 минимальна. Существует также и другая проблема: требуется еще долгий период времени для реализации позитивной интеграции, стандартизации и унификации их финансовой системы.

Несмотря на долгий процесс консолидации усилий, гармонизации общей политики и существующие препятствия и проблемы, в целом процесс финансовой интеграции в странах ЕС достаточно успешен. Поэтому на его опыте основываются другие интеграционные группировки при реализации инициатив по финансовой интеграции, в частности азиатские, но в то же время они предлагают и собственные, весьма интересные решения.

Финансовая интеграция в Азии

Наиболее активной интеграционной группировкой в Азии в области инициатив по финансовой интеграции, является Ассоциация стран Юго-Восточной Азии (АСЕАН). Основной круг инициатив в этой сфере нашел отражение на прошедшей 6 апреля 2005 г. во Вьентьяне (Лаос) встрече министров финансов стран АСЕАН. В их числе следует выделить:

1) Завершение третьего раунда переговоров по либерализации рынка финансовых услуг, по результатам которого был подписан протокол, предполагающий принятие странами на себя соответствующих обязательств. Одновременно было положено начало четвертому раунду переговоров, который должен завершиться в 2007 г. Таким образом, активно развиваются процессы негативной интеграции.

2) В то же время предполагаются и меры позитивной интеграции – для содействия более тесной интеграции рынков капитала во Вьентьяне было принято обязательство создать взаимосвязанный рынок ценных бумаг АСЕАН к 2010 г. Целью этого проекта является построение крупного интегрированного рынка, который обеспечит бóльшую ликвидность и широкий набор финансовых

инструментов путем гармонизации рыночных стандартов и практик и содействия трансграничному доступу на рынок³¹.

3) Кроме того, уже сейчас действует Форум рынка капиталов АСЕАН, состоящий из представителей регуляторов рынка ценных бумаг стран блока и созданный для гармонизации регулирующих норм на финансовом рынке.

Еще одной инициативой выступает планируемое в сентябре 2005 г. на конференции инвесторов в Лондоне с участием министров финансов стран АСЕАН введение в действие фондового индекса АСЕАН. Он позволит инвесторам ориентироваться на динамику курса акций не отдельных стран, а группировки в целом.

Интеграции финансовых рынков азиатских стран, помимо контроля за трансграничным движением капитала, введенного после кризиса 1997-1998 гг., препятствуют факторы, действующие на национальном уровне, в том числе:

- налоги на доходы от операций с ценными бумагами и налоги на финансовые сделки;
- недостаточный уровень развития национальных рынков;
- не отвечающая требованиям интеграции расчетная и клиринговая инфраструктура.

Из различных направлений финансовой интеграции в Азии особое внимание уделяется развитию регионального рынка облигаций.

Меры по развитию азиатского рынка облигаций

Развитие азиатского рынка облигаций стало особенно актуальной темой в период восстановления после регионального кризиса 1997-1998 гг. Это было обусловлено следующими причинами:

³¹ Joint Ministerial Statement of the 9th ASEAN Finance Ministers' Meeting. Vientiane, 6 April 2005.

- необходимостью диверсификации источников финансирования экономики, при которой кризис на одном из сегментов финансового рынка окажет меньшее негативное воздействие на экономику в целом, поскольку капитал может переместиться в другой сегмент (особенно это касается в целом более стабильного рынка долговых ценных бумаг);
- потребностью в использовании значительных объемов сбережений, находящихся на краткосрочных депозитах, для финансирования долгосрочных экономических проектов. Азиатские страны отличаются в целом более высокой нормой сбережения (в развивающихся странах Азии она составила по итогам 2004 г. 38% ВВП), в условиях нехватки перспективных инструментов вложения внутри региона азиатские сбережения направляются на финансирование других экономик;
- спросом на средства для финансирования значительных инфраструктурных проектов;
- нехваткой краткосрочных ценных бумаг для проведения центральными банками активных операций на открытом рынке.

Рынок облигаций в Азии до сих пор отстает по количественным показателям от уровня промышленно развитых стран. Так, на конец 2004 г. объем рынка корпоративных облигаций в США составил 21,2% ВВП, в Японии – 16,9%, тогда как в странах Восточной Азии (за исключением Японии) - 7,7% ВВП³². Создание привлекательного и значительного по размеру регионального рынка облигаций сталкивается с двумя основными вызовами: необходимостью развития национальных рынков и их открытием для международных инвесторов.

³² Rhee S. Ghon, Luke K. J. Cross-Border Investment in Asian Bonds. Presentation on ADBI/ABAC/PECC Conference on Developing Bond Markets in APEC Toward Greater Public-Private Sector Regional Partnership. Tokyo, Japan, 2005, 21-22 June.

В результате осознания потребности в интеграции инициативы по развитию азиатского рынка облигаций стали проводить в жизнь сразу несколько интеграционных группировок.

1. Азиатский диалог по кооперации (Asia Cooperation Dialogue) сосредотачивается на улучшении уровня осведомленности общественности о различных интеграционных инициативах и на обеспечении их политической поддержки. Ключевым документом в рамках этой организации стала Чиангмайская декларация (Chiang Mai Declaration) по азиатскому рынку облигаций, принятая на встрече министров стран-членов организации 20-21 июня 2003 г. В декларации содержатся общие принципы необходимости развития азиатского облигационного рынка³³. Азиатский диалог по кооперации также координирует деятельность других организаций, реализующих интеграционные инициативы, о которых будет сказано ниже.

2. В рамках Азиатско-Тихоокеанского Форума Экономического Сотрудничества (АТЭС) была провозглашена Инициатива развития региональных рынков облигаций АТЭС, которая состоит из следующих компонентов:

а) Комплексный подход к систематическому развитию стабильных и устойчивых региональных рынков облигаций.

б) Инициатива по развитию секьюритизации и рынка кредитных гарантий.

в) Инициатива по развитию новых продуктов³⁴.

3. Наиболее четкую организационную структуру получило оформление Инициативы по азиатским рынкам облигаций (Asian Bond Market Initiative) в формате АСЕАН+3 (страны АСЕАН, а также Япония, Китай и Южная Корея). Сейчас в ее рамках функционируют четыре рабочие группы: по новым

³³ <http://aric.adb.org/asianbond/index.htm>.

³⁴ <http://aric.adb.org/asianbond/APEC-RBMI.htm>.

секьюритизированным долговым инструментам (председатель – Таиланд), по кредитным гарантиям и инвестиционным механизмам (председатели – Корея и Китай), по валютным сделкам и вопросам расчетов (председатель – Малайзия) и по рейтинговым системам (председатели – Сингапур и Япония); а также центральная группа (Focal Group), которая координирует работу четырех рабочих групп.

В числе основных достижений деятельности Инициативы по азиатским рынкам облигаций АСЕАН+3: выпуск номинированных в ринггитах³⁵ облигаций Азиатского банка развития и Международной финансовой корпорации в Малайзии в ноябре и декабре 2004 г., выпуск межстрановых обеспеченных облигационных требований (так называемых «паназиатских» облигаций) Кореей и Японией в декабре 2004 г. и др.³⁶.

На встрече министров финансов стран АСЕАН+3 в Стамбуле 4 мая 2005 г. были озвучены новые инициативы по развитию регионального рынка облигаций: создание новой «дорожной карты», которая предусматривала бы исследование возможностей эмиссии облигаций, номинированных в «корзине» из азиатских валют; а также разработку стандартов по «азиатским облигациям» для развития международных рынков облигаций в Азии³⁷.

4. Значительных практических успехов развитию азиатского рынка облигаций добилось Собрание руководителей центральных банков стран Восточной Азии и Тихоокеанского региона (Executives' Meeting of East Asia Pacific Central Banks - EMEAP), объединяющее 11 стран (Австралию, Гонконг, Индонезию, Китай, Корею, Малайзию, Новую Зеландию, Сингапур, Таиланд, Филиппины, Японию).

³⁵ Национальная валюта Малайзии.

³⁶ Progress Report of the Asian Bond Market Initiative (ABMI). ASEAN+3 Finance Ministers Meeting. Istanbul, Turkey, 4 May 2005.

³⁷ The Joint Ministerial Statement of the 8th ASEAN+3 Finance Ministers' Meeting Istanbul, Turkey, 4 May 2005.

2 июня 2003 г. ЕМЕАР объявило о своей основной инициативе – создании Азиатского облигационного фонда (Asian Bond Fund - ABF), объем которого составил 1 млрд. долл. Эти средства выделяются из валютных резервов, накопленных центральными банками стран ЕМЕАР, размер которых сейчас превышает 2 трлн. долл. Управляющим вновь созданным фондом стал Банк международных расчетов. Фонд инвестирует средства в суверенные и квазисуверенные облигации стран-членов ЕМЕАР (за исключением, Австралии, Новой Зеландии и Японии, облигационные рынки которых и так достаточно развиты), номинированные в долларах.

В декабре 2004 г. было заявлено о начале нового проекта ЕМЕАР – Азиатского облигационного фонда 2 (ABF II). Он состоит из двух частей – Паназиатского облигационного индексного фонда (Pan-Asian Bond Index Fund-PAIF) и восьми национальных фондов. Для каждой из двух частей выделяется финансирование в размере 1 млрд. долл. Паназиатский облигационный индексный фонд управляется сингапурской компанией State Street Global Advisors, а национальные фонды – частными управляющими фондами³⁸.

PAIF будет инвестировать в национальные облигации суверенных и квазисуверенных эмитентов 8 стран, номинированные в национальных валютах, а национальные фонды – в облигации соответствующих стран. Доли этих стран в Паназиатском фонде при вложении им своих средств будут определяться следующими факторами: размером национальных рынков облигаций, коэффициентом оборачиваемости на рынке, суверенным кредитным рейтингом и фактором открытости рынка. Причем последнему придается наибольший вес. Раз в год веса стран будут пересматриваться³⁹. Паназиатский фонд располагается в Сингапуре и первоначально прошел процедуру листинга на Гонконгской фондовой бирже (торги по нему открылись 7 июля 2005 г.), а на

³⁸ <http://aric.adb.org/asianbond/EMEAP-ABFI.htm>.

³⁹ Ma G., Remolona Eli M. Opening markets through a regional bond fund: lessons from ABF II. BIS Quarterly Review, 2005, June, p. 89-90.

более поздней стадии предполагается, что он пройдет листинг и на биржах других стран-членов ЕМЕАР.

Для создания ориентиров в инвестиционной деятельности нового Азиатского облигационного фонда компания “International Index Company” разработала семейство индексов iBoxx ABF Indices. Индекс iBoxx ABF состоит из 490 облигаций, выпущенных национальными правительствами, наднациональными институтами и государственными агентствами на 8 национальных рынках стран-участниц фонда.

С точки зрения инвестора фонды Азиатского облигационного фонда 2 представляют собой низкозатратное и эффективное средство инвестирования в азиатские облигации, номинированные в национальных валютах. С позиций развития рынка облигаций создание фондов ABF II как нового класса активов в сочетании с инфраструктурными улучшениями и налоговой и регулятивной реформами, предполагаемыми Инициативой Азиатского облигационного фонда 2, будут способствовать расширению и углублению рынков облигаций в регионе⁴⁰.

Инициатива Азиатского облигационного фонда играет важную роль и с точки зрения постепенной либерализации национальных облигационных рынков. Например, RAIF стал первым иностранным институциональным инвестором, которому был предоставлен доступ на межбанковский рынок облигаций Китая. Малайзия с 1 апреля 2005 г. либерализовала нормы своего валютного регулирования. Еще раньше она открыла свой внутренний рынок для выпуска облигаций многосторонних банков развития и финансовых институтов, а инвесторы-нерезиденты стали освобождаться от налога на процентные доходы, полученные от инвестиций в долговые ценные бумаги, номинированные в ринггитах. С 7 января 2005 г. Таиланд также освободил

⁴⁰ <http://www.emear.org/press/12may05.htm>.

инвесторов-нерезидентов от налога на доходы при инвестировании в национальные облигации Таиланда и облигации государственных агентств. На Филиппинах с момента введения национального облигационного фонда должен быть отменен документарный гербовый сбор.

Однако, характеризуя многочисленные инициативы по региональной финансовой интеграции в Азии, нельзя пройти мимо их критики. Наиболее полно она была изложена Х. Бенинком и Г. Ри в статье в “Financial Times” от 8 августа 2004 г. под названием «Почему Азия должна подумать глобально о финансовых рынках». Основное направление этой критики заключается в том, что инициативы по региональной финансовой интеграции лишь увеличивают издержки путем создания дополнительной финансовой инфраструктуры и что дешевле выходить с азиатскими ценными бумагами на глобальные финансовые рынки, где уже создана эффективная финансовая инфраструктура. Соответственно, предлагается, чтобы азиатские страны в первую очередь либерализовали трансграничные операции с капиталом и сняли законодательные и институциональные барьеры для доступа на глобальный рынок. При этом, учитывая модель с преобладанием банковского сектора на азиатском рынке финансовых услуг, авторы считают, что интеграционные инициативы должны ориентироваться в большей степени на улучшение доступа к кредиту и содействие кредитованию малых и средних предприятий⁴¹.

Тем самым противопоставляются модели глобальной и региональной интеграции и признается преимущество первой. Однако, на наш взгляд, значительного противопоставления в случае азиатской финансовой интеграции не происходит. Она призвана способствовать усилению региональных рынков облигаций, но не нацелена на их «отгораживание» от глобального рынка. Скорее речь идет о создании конкурентоспособного «азиатского» сегмента

⁴¹ Benink H., Rhee G. Why Asia must think global on financial markets. Financial Times, 2004, 8 August.

международного рынка облигаций. Что действительно требует внимания, на наш взгляд, так это сбалансированное развитие различных сегментов финансового рынка, и в этом отношении при всей важности облигационных рынков существует потребность в интеграции рынков акций, производных финансовых инструментов, банковских услуг. Успехи в создании регионального рынка облигаций скорее всего приведут к интеграционным инициативам и на этих направлениях.

Таким образом, на примере Европы и Азии можно проследить различные механизмы финансовой интеграции в ситуациях с различным уровнем развития финансовых рынков. Обе модели представляют интерес для интеграционных инициатив на постсоветском пространстве на разных этапах, но в настоящее время особого внимания в условиях нехватки конкретных проектов заслуживают азиатские инициативы.