

ФИНАНСОВАЯ ИНТЕГРАЦИЯ СТРАН АЗИИ: РЕГИОНАЛЬНЫЙ АСПЕКТ

© 2019 г. С. Ноздрев

*НОЗДРЕВ Станислав Васильевич, кандидат экономических наук, доцент,
ИМЭМО им. Е.М. Примакова РАН, РФ, 117997 Москва, Профсоюзная ул., 23 (nozdrv-s-v@imemo.ru).*

Статья поступила в редакцию 01.07.2019.

Анализируется влияние глобальной и региональной финансовой интеграции на экономическое развитие стран Азии и эволюцию их финансовых систем. Рассматриваются основные направления региональной финансовой интеграции стран Азии по функциональному и географическому принципу, оцениваются перспективы расширения взаимодействия в процессе создания новой финансовой архитектуры в Азии. Делается вывод о том, что для достижения целей реальной финансовой интеграции необходимо формирование соответствующей институциональной основы, функционирующей на базе нормативно-правового регулирования как регионального финансового рынка в целом, так и его отдельных звеньев.

Ключевые слова: Азия, финансовая интеграция, трансграничные операции, финансовая архитектура, ликвидность, портфельные инвестиции, многосторонние региональные соглашения.

DOI: 10.20542/0131-2227-2019-63-12-23-31

В настоящее время в странах Азии наблюдается активное развитие финансовых связей на глобальном и региональном уровнях, а также расширение деятельности новых финансовых центров. При этом, как правило, сохраняется устоявшаяся модель внешнеэкономических связей, при которой более половины торговли осуществляется в рамках региона, а в финансовых отношениях доминируют страны Запада. У ряда крупных азиатских экспортеров имеется большое положительное сальдо платежного баланса по текущим операциям, которое сопровождается переводом финансовых средств на международный рынок капиталов.

ТЕКУЩАЯ СИТУАЦИЯ

По внутрирегиональным потокам капитала страны Азии заметно опережают развивающиеся государства других регионов, но уступают развитым странам Европы и Америки. Индекс монетарной и финансовой интеграции в Азии в 2016 г. (без учета прямых инвестиций) находился на уровне 0.4080, Африки – 0.2854, Латинской Америки – 0.3549 (показатель ЕС – 0.4651) [1]. После бурного старта во второй половине 90-х годов внутрирегиональные потоки капитала замедлились, снизилась доля внутрирегиональных портфельных инвестиций. Высокая степень страновой фрагментации препятствует расширению финансовых рынков, мобилизации сбережений для растущих инвестиционных потребностей региона. Правительства предпринимая шаги по либерализации региональных потоков капитала, расширению масштабов и глубины этого сектора экономики в целях

преодоления отсталости финансовых рынков и их диверсификации.

В условиях неблагоприятных изменений на международном рынке капитала высказываются прямо противоположные по своему характеру оценки перспектив финансовой интеграции в Азии, ее роли в стимулировании экономического роста [2]. Продолжится ли этот процесс в рамках модели глобальной интеграции с оттоком средств на западные рынки или приоритетной станет региональная интеграция, основанная на собственной институциональной структуре, а в перспективе на объединенном кредитно-валютном механизме [3]?

Финансовое развитие региона предполагает в дальнейшем большее сближение банковских секторов и секторов ценных бумаг азиатских стран по мере увеличения пула сбережений, расширения рынков капитала и повышения их конкурентоспособности, диверсификации и создания общих организационных структур. Перспективы финансовых систем азиатских стран связаны с устойчивым развитием экономики за счет обеспечения необходимого уровня сбережений и инвестиций, создания условий для институционального участия в цифровой экономике и укрепления финансовой интеграции в ее различных формах: глобальной, региональной и субрегиональной. Правда, интенсивность и качественное наполнение этих процессов труднопредсказуемы, поскольку в последние годы возникли факторы, меняющие глобальную и региональную финансовую архитектуру.

К настоящему времени проведено большое число исследований, посвященных международной

финансовой интеграции и региональной интеграции в Азии¹. В значительной их части, особенно до мирового финансового кризиса 2008–2009 гг., финансовая интеграция рассматривается как одна из составных частей экономической глобализации, создающая условия для более равномерного распределения рисков за счет перемещения трансграничных денежных потоков и эффективного инвестирования капитала². С этой целью правительства принимают меры по гармонизации национальных финансовых стандартов с международными правилами.

В Азии финансовая интеграция сдерживается существенными различиями в уровнях развития национальных финансовых систем. Тем не менее внутрирегиональное финансовое взаимодействие усиливается благодаря продолжающемуся дерегулированию в этой сфере [4]. Выросло число институциональных инвесторов, созданы специализированные финансовые зоны и институты, действует механизм секьюритизации, что расширяет возможности для международного финансового взаимодействия. Даже когда некоторые страны региона притормаживали либерализацию национальных финансовых систем, они не могли отгородиться от влияния на них процессов глобализации, прежде всего ввиду продолжавшегося роста притока средств от товарного экспорта.

Существуют различные модели интеграции в зависимости от типа финансовых систем, видов привлекаемых ресурсов, степени регулирования рынков капитала. Значимым является и географический фактор. Можно выделить три основные модели международной финансовой интеграции государств Азии: внутри региона; в рамках субрегионов; с другими регионами (фактически с основными финансовыми центрами Запада).

ИНТЕГРАЦИЯ С ГЛОБАЛЬНЫМ РЫНКОМ КАПИТАЛА

Финансовая интеграция в Азии становится одним из факторов расширения национальных рынков капитала и роста их глубины. За 2010–2017 гг. накопленные заграничные активы стран региона (включая прямые инвестиции) выросли с 11.4 до 17 трлн долл. При этом с 20.6 до 23.7% увеличилась

¹ Под международной финансовой интеграцией в широком смысле понимается усиление взаимосвязей между отдельными странами и объединениями в различных сферах финансовой деятельности: кредитно-валютной, фондовой, фискальной, страховой и др.

² Теоретически финансовая интеграция следует закону единой цены (если на конкурентном рынке проводятся операции с равноценными активами, то их рыночные цены будут стремиться к сближению). В основе его действия лежит процесс арбитража – покупка и немедленная продажа эквивалентных активов с целью получения гарантированной прибыли в результате разницы в ценах.

внутрирегиональная доля активов (с 2.3 до 4.0 трлн долл.). Общие обязательства за границей выросли с 11.5 до 17.5 трлн долл., а региональные – с 3.4 до 4.8 трлн (до 29.6 и 27.4% соответственно) [5].

Несмотря на меры правительств по усилению регионального взаимодействия в банковской сфере и сфере фондовых операций, азиатские рынки ориентированы главным образом на финансовую интеграцию с рынками развитых стран. Данные о трансграничных портфелях финансовых активов показывают, что развивающаяся Азия по-прежнему направляет портфельные инвестиции преимущественно на рынки G7. Азиатские инвесторы участвуют в многосторонних банковских структурах, страховых компаниях и пенсионных фондах, вкладывают и заимствуют ресурсы на международном рынке капиталов.

Высокая интенсивность оттока капиталов из развивающихся стран региона в развитые страны определяется рядом факторов: более высокой валютной доходностью, выгодным приложением капиталов, а подчас и отработанными коррупционными схемами. Слабая правовая инфраструктура, низкий уровень ликвидности, несовершенные стандарты аудита и бухгалтерского учета, медленно адаптирующееся к цифровой экономике корпоративное управление не позволяют обеспечить безопасность активов внутри региона и, следовательно, стимулируют их вывод в развитые страны. Неудивительно, что в 2018 г. уровень капитализации бирж Ханоя и Гонконга составлял всего соответственно 0.3 и 18.1% капитализации Нью-Йоркской биржи.

Большая открытость национального рынка для международных потоков капитала может способствовать улучшению экономического положения страны. Она позволяет сгладить значительные колебания уровня потребления в случае временно-го снижения доходов и использовать средства для финансирования инвестиций, не ограничиваясь только внутренними сбережениями.

Вместе с тем процесс глобальной финансовой интеграции сопровождается рисками, поскольку увеличивающиеся потоки капиталов переносят шоки от одного рынка к другому. Изменение конъюнктуры мирового рынка ухудшает условия местного финансирования, снижается корпоративная прибыль, что отрицательно влияет на бизнес-активность. Возникает эффект “финансового заражения” – экстремального падения доходов в пределах региона в короткий временной период [6]. Как показал опыт Индонезии и Таиланда в период азиатского кризиса 1997 г., высокая международная мобильность капитала при слаборазвитых внутренних финансовых системах может повлечь за собой значительные экономические и социальные издержки.

Сохранение глобальных дисбалансов в сфере международных расчетов стран Азии свидетельствует о продолжающейся тенденции движения потоков капитала в сторону глобальной интеграции [7]. Хотя многие из них сталкиваются со значительными инфраструктурными и инвестиционными дефицитами, они продолжают накапливать профицит счета текущих операций, который компенсирует дефицитность счета капиталов.

Сегодня перед развивающимися странами Азии встали новые внешние вызовы, связанные с сокращением потоков трансграничного, в первую очередь банковского, капитала из Западной Европы и США, ранее служивших преобладающим источником финансирования [8]. Это следствие финансового кризиса в еврозоне и политики делевериджа транснациональных банков. Достигнув своего пика в 2007 г. (12.7 трлн долл.), к 2017 г. трансграничные потоки капитала сократились до 5.9 трлн долл. (на 53%), а их доля в мировом ВВП – с 11.3% в 2000–2010 гг. до 7.1% в 2010–2017 гг. [9] В то же время значительные капиталы по-прежнему направляются из азиатского региона за его пределы, то есть накапливаются за границей.

ФИНАНСИРОВАНИЕ ПРОИЗВОДСТВЕННЫХ ИНВЕСТИЦИЙ

Возрастание международной мобильности капитала в Азии имеет неоднозначные последствия. Устранение правовых и иных барьеров на пути внутрирегиональных потоков капитала, улучшение доступа к страновой информации, большая финансовая открытость внутренних рынков существенно повысили мобильность капитала, но пока неясно, насколько это отразилось на инвестиционной составляющей сбережений внутри региона. В то же время эконометрические исследования взаимосвязи внутренних, региональных и глобальных сбережений и инвестиций показывают увеличение объемов региональных сбережений и их трансформацию в производственные инвестиции [10].

В государствах, где меньше полагаются на глобальные финансовые рынки и делают ставку на внутренние и региональные инвестиции, производственный сектор растет быстрее, чем в странах, использующих преимущественно иностранный капитал как источник финансирования инвестиций. Даже в быстрорастущих развивающихся странах потенциал поглощения иностранного капитала ограничен либо в силу неразвитости финансовых рынков, либо в силу естественной тенденции к переоценке национальной валюты вследствие быстрого притока капитала.

Масштабные потоки портфельных инвестиций между основными индустриальными странами За-

пада и азиатскими экономиками пока не стали значимым источником внутренних производственных инвестиций в Азии, а, напротив, нередко приводили к валютным кризисам и нестабильности цен на финансовые активы. Это усиливает целесообразность региональной финансовой интеграции, направления сбережений региона на удовлетворение его долгосрочных потребностей в производственных капиталовложениях [11].

В финансировании внутренних инвестиций в экономику целого ряда стран Азии значительную роль играет региональный финансовый рынок. При этом в течение длительного времени наиболее существенным был вклад Японии, которая через двусторонние и многосторонние каналы экспортировала капитал. Особенно заметной была ее роль в финансировании накоплений в конце 1990-х – начале 2000-х годов после азиатского кризиса. В настоящее время она также остается лидером по прямым инвестициям в Юго-Восточной Азии, обеспечивая средствами более 20% новых проектов [12]. В Восточной Азии большая доля инвестиций приходится на Китай, но значительная их часть вкладывается в разработку сырьевых ресурсов и недвижимость. Уровень интегрированности восточноазиатского рынка капитала постепенно растет, повышается его эффективность в финансировании производительных секторов экономик в регионе.

ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ РЕГИОНАЛЬНОЙ ФИНАНСОВОЙ ИНТЕГРАЦИИ

Изменение структуры портфеля международных активов и обязательств азиатских государств отражает изменение соотношения основных потоков капиталов по отдельным группам стран. Эти трансформации помимо прочего обусловлены сдвигами в двусторонней торговле активами и уровнем волатильности валют.

Один из важнейших факторов усиления азиатской интеграции – рост прямых инвестиций в различных формах. За 2010–2017 гг. накопленный объем прямых азиатских инвестиций вырос с 0.9 до 1.5 трлн долл., что составляло соответственно 35.3 и 40.1% всех активов в виде прямых инвестиций. Рост финансовых вложений между развивающимися странами Азии происходит не только путем увеличения объемов, но и посредством заключения новых двусторонних соглашений, особенно заметно это проявляется в инвестициях Китая и Республики Корея. В странах АСЕАН отмечается заметное улучшение инвестиционного режима после реализации многостороннего инвестиционного соглашения, где непрерывный поток инвестиций рассматривается как один из ключевых факторов

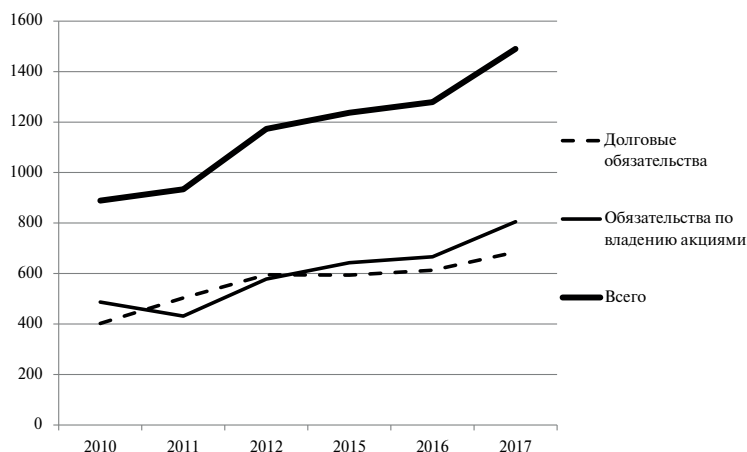


Рис. Обязательства по внутрирегиональным инвестициям стран Азии в ценные бумаги, млрд долл.

Источник: [15].

повышения производственного потенциала и создания объединенного рынка ресурсов и товаров.

При сопоставлении размеров совокупных портфельных инвестиций по странам Азии обычно используются данные ежегодно проводимых МВФ скоординированных обследований портфельных инвестиций (СОПИ), где выделены три основные группы: портфель акций и инвестиционных фондов, портфель долгосрочных долговых ценных бумаг и портфель краткосрочных долговых ценных бумаг. При всей широте охвата данных, СОПИ, во-первых, не могут оценить влияние офшорных финансовых центров на окончательную схему распределения портфеля, поскольку такие центры не являются конечным пунктом инвестирования; во-вторых, уровень технической экспертизы и нормативы инвестируемых средств заметно различаются, поскольку в некоторых странах отсутствуют полные оценки авуаров; в-третьих, учитывается владение активами в портфелях организаций-резидентов, между тем объект может принадлежать иностранным инвесторам. Вместе с тем, несмотря на ограничения и несовершенство базы данных, СОПИ наиболее полно отражают информацию по портфельным активам и обязательствам.

Анализ показывает значительный рост трансграничных портфельных инвестиций для большинства стран Азии в последнее десятилетие, хотя существуют значительные различия по уровню развития и степени либерализации рынков капитала [13]. За 2010–2017 гг. общая сумма активов в ценные бумаги стран Азии³ выросла с 5.1 до 8.6 трлн долл., при этом внутрирегиональные активы в страны Азии увеличились с 0.9 до 1.5 трлн но их доля в общей сумме активов снизилась с 17.9 до

17.2%. В этот же период общая сумма внутрирегиональных обязательств по портфельным инвестициям также возросла с 0.8 до 1.5 трлн долл. (рис.), а их доля в общей сумме обязательств по ценным бумагам уменьшилась с 20.0 до 18.6% [14].

Основной объем внутрирегиональных инвестиций приходится на Восточную Азию⁴, где портфельные инвестиции в акции составляли 584.4 млрд долл., или 72.6% общей суммы межстрановых капиталовложений в 2017 г. Лидером является Китай, доля которого достигает 60%. Субрегион занимает ведущее место и во внутрирегиональных инвестициях в облигации. Его доля оценивается в 49% и – в отличие от других субрегионов Азии – имеет тенденцию к росту. Активизация внутрирегионального рынка капитала связана преимущественно с увеличением портфеля акций, но при снижении волатильности обменного курса происходит и наращивание объемов долгосрочных облигаций. Максимальный региональный эффект обнаруживается на уровне портфельных инвестиций в группе АСЕАН+3.

Следует ожидать, что развитие рынков капитала развивающихся стран Азии и дальнейшая их либерализация будут сопровождаться увеличением объемов трансграничных инвестиций. Характер азиатской модели регионального портфеля акций и облигаций во многом будет зависеть от успеха локальных инициатив в продвижении финансовых активов и стабильности национальных валют.

Существенное место в финансовой интеграции Азии занимают банковские связи, активизировавшиеся после глобального кризиса 2008–2009 гг. Требования азиатских банков региона в 2010–

³ Объектами исследования являются страны Азии, входящие в статистику АБР.

⁴ В инвестиционной статистике АБР имеются данные по следующим странам Восточной Азии: Китай, Гонконг, Япония, Республика Корея, Монголия, Тайвань.

2017 гг. выросли с 0.6 до 1 трлн долл., а их доля в общем объеме требований по миру увеличилась с 16.3 до 22.6%. Внутрорегиональные обязательства в этот же период увеличились с 0.4 до 0.6 трлн долл., при этом их доля в общей сумме банковских пассивов поднялась с 19.1 до 27.1%. Сокращение сальдо балансов международных операций банков ЕС в Азии позволило азиатским банкам существенно усилить свои позиции в регионе. Расширение внутрорегиональных банковских операций создает предпосылки для появления крупных региональных финансовых институтов, что в свою очередь требует усиления регулирования и надзора, а также создания инструментов сбалансированного управления рисками и ликвидностью [16].

Масштабы трансграничных банковских операций во многом определялись Японией, банки которой на фоне ограниченного внутреннего кредитного спроса и низких темпов финансирования национальных компаний заметно нарастили кредитование за рубежом. Увеличение банковских активов вызвано как повышением курса иены, так и предоставлением долгосрочных проектных кредитов и участием в синдицированных займах. Изменения в монетарной политике США также положительно отразились на спросе на кредит у азиатских заемщиков и на ситуации с трансграничными долларовыми активами.

Фундаментальные факторы интеграции дополняются действием краткосрочных факторов, основанных на развитии межбанковского рынка. На это указывает степень синхронизации азиатских межбанковских ставок с лондонской межбанковской ставкой предложения в долларах (долларовой *LIBOR*). Она позволяет определить, насколько сегменты данного офшорного кредитного рынка взаимосвязаны с остальным миром, прежде всего с основными финансовыми центрами.

Азиатские денежные рынки в разной степени интегрированы с мировым денежным рынком. В передовиках – Токио, Гонконг и Сингапур. Объем торгов на рынках Малайзии и Таиланда пока ограничен. Гонконг, Токио, а также офшорные рынки Малайзии и Сингапура сильно синхронизированы с лондонским рынком в отсутствии кризисов. Для внутренних рынков Малайзии, Сингапура и Таиланда характерна иная картина: там межбанковские ставки часто существенно отклоняются от покрытого процентного паритета.

В период мирового финансового кризиса сохранялась высокая корреляция между сингапурской межбанковской ставкой предложения и долларовой *LIBOR*. Другие азиатские рынки не показали тесной связи в определении региональной премии за риск. Асимметрия в динамике показателей, выраженных в долларах и в местной валюте, была

особенностью инвестирования внутри региона, что сказалось на различном уровне премий за ликвидность во время финансового кризиса [17]. Все это указывает на важность региональных соглашений, таких, например, как Чиангмайская инициатива, для обеспечения валютной стабильности в регионе.

Начавшийся в 1980-е годы процесс дерегулирования финансового сектора способствовал значительному росту трансграничных финансовых операций и ускорению финансовой интеграции в регионе. После 1997 г. во многих экономиках Восточной Азии финансовый сектор был модернизирован, повысилась надежность банковских систем региона, усилился пруденциальный надзор за операциями. Улучшилась координация в области и макроэкономического мониторинга и поддержки ликвидности (см. подробнее [18]). Тем не менее значительные различия в степени зрелости национальных рынков капитала и их интегрированности с другими рынками внутри региона и за его пределами по-прежнему сохраняются [19].

Финансовая интеграция тесно связана с торговой, производственной и трудовой. Укреплению финансовых связей способствуют устранение барьеров для региональных потоков капитала и финансовых услуг, улучшение коммуникаций и информационных каналов, а также гармонизация регулятивных норм и стандартов [20]. Региональные инициативы по укреплению и углублению рынка облигаций в местной валюте уменьшают зависимость от внешнего финансирования в долларах и евро, повышают финансовую устойчивость национальных рынков и компаний.

Для выработки общих подходов к финансовой интеграции в регионе в первом десятилетии 2000-х годов был принят ряд документов, содержащих концептуальное обоснование направлений взаимодействия. Главный инициатор развития регионального сотрудничества – Азиатский банк развития. В 2006 г. он разработал Стратегию регионального сотрудничества и интеграции. Сформулированные в ней меры денежно-кредитной и финансовой интеграции нашли затем отражение в Стратегии 2020 – документе по долгосрочному планированию. За этим последовало увеличение объемов и доли проектов по этому направлению интеграции в общем объеме операций, утвержденном новым Операционным планом регионального сотрудничества и интеграции на 2016–2020 гг. [21]

ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЕ ОСНОВЫ ФИНАНСОВОЙ ИНТЕГРАЦИИ

Серьезнейшей проблемой финансовой интеграции в регионе остается ее слабая институциональная основа. В течение нескольких десятилетий

в Азии развивалась интеграция в торговле и связанных с ней сферах. Однако многосторонние соглашения по регулированию валютно-кредитных связей имеют ограниченный характер, отсутствуют межгосударственные механизмы согласования финансовой политики.

Объединением, занимающимся всем комплексом вопросов экономической интеграции и играющим самостоятельную роль в международных отношениях, стала Ассоциация государств Юго-Восточной Азии (АСЕАН), куда входит 10 стран. С конца 1990-х годов в ее рамках наряду с двусторонними стали заключаться и многосторонние соглашения, что определялось необходимостью коллективных усилий для преодоления неблагоприятных последствий кризисов в мировой экономике, упорядочения взаимных торговых связей, выработки единого подхода к проблемам либерализации [22]. В целях расширения хозяйственных взаимосвязей с соседними странами был запущен механизм кооперации Ассоциации с Китаем, Японией и Республикой Корея (АСЕАН+3) [23]. С середины первого десятилетия 2000-х годов стали заключаться Соглашения о свободной торговле, включающие разделы о движении инвестиций.

Толчком к институционализации финансовой интеграции послужило образование в 2015 г. Экономического сообщества АСЕАН (АЭС). В его рамках принят целый ряд инициатив по расширению трансграничного финансового сотрудничества между рынками капитала в АСЕАН и АСЕАН+3. Для их реализации созданы следующие рабочие группы:

- по либерализации счета операций с капиталом и контролю реализации приоритетных направлений по обеспечению свободного потока капитала в регионе;

- по платежным и расчетным системам, а к 2020 г. – Оперативной группы в рамках системы АСЕАН по банковской интеграции;

- по либерализации финансовых услуг, включая банковское дело и страховой сектор;

- по развитию инфраструктуры рынков капитала АСЕАН в целях разработки комплекса мер по получению эмитентами и инвесторами АСЕАН доступа к рынкам трансграничных акций и облигаций АСЕАН через интегрированные системы доступа, клиринга, хранения и расчетов.

Кроме того, предусматривается развитие Форума рынков капитала АСЕАН (*ASEAN Capital Markets Forum, ACMF*), сфокусированного на гармонизации внутреннего законодательства, нормативно-правовых актов и развитии рыночной инфраструктуры с целью интеграции регионального фондового рынка.

АСЕАН разработала “дорожную карту” по монетарной и финансовой интеграции и Стратегический план действий на 2016–2025 гг. В них определены основные подходы и этапы действий в тех областях, которые считаются решающими для финансовой и валютной интеграции, а именно: развитие рынка капитала, либерализация счета операций с капиталом и финансовых услуг, валютное сотрудничество. Развитие рынка капитала подразумевает совершенствование нормативно-правовой базы, расширение частного финансирования, а также содействие расширению трансграничного сотрудничества, связей и гармонизации рынков капитала в регионе. Предполагается, что упорядоченная либерализация счета операций с капиталом будет сопровождаться мерами защиты от волатильности и системных рисков [24].

Сотрудничество в валютной сфере включает разработку схемы платежей АСЕАН в рамках региональной торговли с тем, чтобы снизить спрос на доллары и способствовать стабильности национальных валют. Шагом в этом направлении стало введение в рамках АСЕАН и АСЕАН+3 двусторонних, а затем многосторонних соглашений по валютным свопам и РЕПО в качестве кредитных линий против будущих финансовых потрясений (Чиангмайская инициатива) [25]. Действует Соглашение о расчетах в местной валюте по торговле и инвестициям между Индонезией, Малайзией и Таиландом, предполагающее расширение сети двусторонних соглашений между ними. Активизация интеграции с соседними странами, обеспеченными достаточными капиталами (Китай, Япония, Республика Корея), может увеличить потоки капитала, но потребует создания многосторонней финансовой инфраструктуры.

Либерализация торговли и услуг в рамках АСЕАН усиливает необходимость взаимодействия центральных банков и коммерческих банковских структур на региональном рынке АСЕАН. Основные мероприятия по банковской интеграции должны быть реализованы к 2020–2025 гг., но уже сейчас эксперты прогнозируют возможные проблемы переходного периода, особенно для мелких игроков на рынке банковских и финансовых услуг. Например, Филиппины со слабым банковским сектором, как ожидается, будут испытывать наибольшее давление извне, поскольку с приходом крупных иностранных банков заметно ужесточится конкуренция. Для улучшения конкурентных позиций странам с менее крупными по мировым стандартам банками следует расширять банковские сети и увеличивать капитал совместных финансовых институтов [26].

Южная Азия в силу причин политического и экономического порядка пока не располагает достаточным организационным потенциалом для раз-

вития базисных направлений финансовой интеграции. В рамках межправительственной Ассоциации регионального сотрудничества Южной Азии – СААРК (*South Asian Association for Regional Cooperation, SAARC*) образована Группа управляющих центральных банков и министров финансов, имеющая цели, схожие с АСЕАН. Пока она обеспечивает лишь обмен информацией по макропруденциальным вопросам и не предпринимает каких-либо значимых шагов по налаживанию финансового взаимодействия между странами-членами. При СААРК образован Фонд развития Южной Азии, который инвестирует преимущественно в проекты социально-экономического развития в отдельных странах.

Другая региональная организация Азии – *The Executives' Meeting of East Asia and Pacific Central Banks, EMEAP* – объединяет центральные банки и органы денежно-кредитного регулирования стран Восточной Азии и Тихого океана. Она играет важную роль в координации и сотрудничестве финансовых органов региона и работает в тесном контакте с АСЕАН+3, АБР и Банком международных расчетов над созданием рынка азиатских облигаций. Повысились эффективность и влияние организаций по проведению антикризисной политики в Азии (Офис макроэкономических исследований АСЕАН+3 и др.), заключивших соглашения с АБР о макроэкономическом надзоре и поддержке финансовой устойчивости [27].

Таким образом, можно выделить четыре основные группы организаций, которые полностью или частично заняты разработкой и реализацией основных направлений финансовой интеграции в Азии: 1) специализированные секции в рамках официальных региональных межправительственных организаций (АСЕАН, СААРК и др.); 2) специализированные региональные финансовые организации (*AMRO, CIMM, ACFM*); 3) банковские, инвестиционные и другие ассоциации; 4) региональные программы, реализуемые по инициативе банков развития (*ABMI, ACIF*).

В своих усилиях азиатские государства ориентируются прежде всего на Европейский Союз, демонстрирующий наиболее продвинутую модель региональной финансовой интеграции. Европейская интеграция основана на функционировании целого ряда наднациональных институтов, которые осуществляют регулирование как в рамках всей финансовой системы, так и в ее отдельных звеньях (банковский рынок, рынок ценных бумаг, производные и т.д.). По сути, страны ЕС передали “наверх” часть своего финансового суверенитета. Введение евро и либерализация рынка финансовых услуг обеспечили глубокую интеграцию их денежных и кредитных рынков.

По сравнению с европейской восточноазиатская финансовая интеграция еще крайне слаба.

Регулирование в ее рамках основано на принятых в 2015 г. документах АЕС, часть из которых имеет сугубо декларативный характер. Крупные игроки, такие как Япония и КНР, принимают участие в интеграции в основном через межгосударственные банки развития и региональные институты (АБР, АИБ) и в меньшей степени – через многосторонние банковские и портфельные программы деловых кругов [28].

По расчетам АБР, в 2016 г. коэффициент финансовой интеграции Азии составлял 0.87 (показатель ЕС = 1). При этом по институциональной интеграции разрыв оценивался в 3.4 раза, то есть даже больше, чем у Латинской Америки. Таким образом, институциональная интеграция остается наиболее слабым звеном экономической, включая финансовую, интеграции в азиатском регионе, и в ближайшее время ситуация вряд ли существенно улучшится [26].

* * *

Региональная финансовая интеграция может способствовать преодолению неблагоприятных последствий глобальной интеграции, позволяя развивающимся азиатским экономикам использовать местные финансовые ресурсы как альтернативу мировому финансовому рынку. В регионе постепенно налаживается взаимодействие в денежно-кредитной и валютной политике, создаются структуры регионального сотрудничества на различных уровнях. Растут стоимостные объемы региональных потоков капитала и количество заключаемых сделок, что отражает общую тенденцию усиления позиций развивающихся стран на финансовом рынке.

Можно предположить, что определяющую роль во внутрорегиональном финансировании будут играть прямые инвестиции, причем в различных формах (слияния и поглощения, новые проекты и др.) Такие инвестиции непосредственно связаны с активизацией внешнеэкономической деятельности, формированием цепочек добавленной стоимости и развитием двусторонних и многосторонних инвестиционных соглашений. Поскольку для большинства стран региона основным источником финансирования служит банковский сектор, важнейшее значение приобретает региональная консолидация банков, создание совместных институтов финансирования внешней торговли и инвестиций. На подобные процессы значительное влияние будет оказывать Китай, который в условиях набирающих силу торговых противоречий и ограничений со стороны США все больше переориентирует свои торговые и инвестиционные интересы на Восточную и Южную Азию.

В то же время в ряде стран сохраняется низкий уровень эффективности портфельных операций,

отсутствуют отдельные сегменты финансового рынка, недостаточно развита его правовая основа, что отрицательно сказывается на доходности и безопасности азиатских активов. Тем не менее, поскольку азиатские страны продолжают развивать свои финансовые системы и продвигать общие стандарты регулирования, можно ожидать, что региональный рынок будет привлекать все большую долю портфельных и банковских инвестиций.

Главная проблема – слабая организационная база взаимодействия, что обусловлено значительными различиями в глубине финансовых рынков субрегионов и отдельных стран. До сих пор организационные усилия нацелены главным образом на снижение уязвимости национальных экономик перед региональными и глобальными кризисами. В меньшей степени они направлены на создание институциональной структуры для проведения единой финансовой и фискальной политики. Ре-

шение этой задачи связано с либерализацией счетов капитала стран-членов, постепенным сокращением доли долларовых операций, созданием собственной расчетной и платежной единицы.

Ближе всего к этой цели приблизилась группа АСЕАН, которая становится центром регионального сотрудничества и пытается обеспечить баланс между основными региональными державами, хотя ее возможности недостаточны вследствие организационных особенностей АСЕАН+3. Важную роль играют региональные банки развития, но на их деятельности сказывается соперничество в инвестиционной сфере основных акционеров и доноров капитала. Дальнейшее развитие финансового взаимодействия будет определяться общим направлением экономической интеграции стран Азии, их стремлением наладить более глубокие устойчивые связи в торговой, производственной и финансовых областях.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ / REFERENCES

1. *Asia-Pacific Regional Integration Index: Construction, Interpretation, and Comparison*, no. 511, April 2017. Available at: <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/300836/ewp-511.pdf> (accessed 16.04.2019).
2. Regional Financial Integration in Asia: Present and Future. *BIS Papers*, no. 4207, October 2008. Available at: <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap42d.pdf> (accessed 21.01.2019).
3. Didier T. International Financial Integration of East Asia and Pacific. *Policy Research Working Paper 7772*. World Bank Group, July 2016, pp. 5-7.
4. Montanes R., Schumukler S. Financial Integration in East Asia and Pacific. *World Bank Malasia Hub*, May 2018, no. 15. Available at: <http://documents.worldbank.org/curated/en/597991525786594320/Financial-integration-in-East-Asia-and-Pacific-regional-and-interregional-linkages> (accessed 12.02.2019).
5. Lim M., Lim. J. *Asian Initiatives at Monetary and Financial Integration*. Geneva, UNCTAD, 2012. 52 p. Available at: https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/ecidc2012_bp4.pdf (accessed 12.03.2019).
6. *Asian Economic Integration Report 2017, 2018*. Available at: <https://aric.adb.org/> (accessed 24.06.2019).
7. Martin P. *Regional and Global Financial Integration: an Analytical Framework*. February 2010. 25 p. Available at: <http://econ.sciences-po.fr/sites/default/files/file/adb-martin-short-feb10.pdf> (accessed 13.12.2018).
8. Devereux M., Lane P., Park C. et al, eds. *The Dynamics of Asian Financial Integration. Facts and Analytics*. New York, Routledge, 2011. 314 p.
9. Bhunia A., Yaman D. Is There a Causal Relationship between Financial Markets in Asia and the US? *The Lahore Journal of Economics*, Summer 2017, pp. 71-90.
10. *A Decade after the Global Financial Crisis: What Has (and has not) Changed?* Brief Note. McKinsey Global Institute, September 2018, pp. 9-10. Available at: <https://www.mckinsey.com/~media/McKinsey/Industries/Financial%20Services/Our%20Insights/A%20decade%20after%20the%20global%20financial%20crisis%20What%20has%20and%20hasnt%20changed/MGI-Briefing-A-decade-after-the-global-financial-crisis-What-has-and-hasnt-changed.ashx> (accessed 12.01.2019).
11. Kim S., Choi Y. International Capital Mobility: Regional versus Global Perspective. *Review of World Economics (Weltwirtschaftliches Archiv)*, Springer, Institut für Weltwirtschaft (Kiel Institute for the World Economy), vol. 154 (1), February 2018, pp. 157–178. Available at: <https://www.ifw-kiel.de/publications/review-of-world-economics> (accessed 21.02.2019).
12. *IMF World Economic Outlook: Challenge to Steady Growth. International Monetary Fund*, October 2018. 194 p. Available at: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2018/09/24/world-economic-outlook-october-2018> (accessed 09.02.2019).
13. Who Dominates the Economy of South-East Asia? *Financial Times*, April 30, 2018. Available at: <https://www.ft.com/content/898fa38e-4882-11e8-8ee8-cae73aab7ccb> (accessed 20.01.2019).
14. Guoqiang T., Petri P., eds. *New Directions in Asia. Pacific Economic Integration*. Honolulu, East-West Center, 2014. 65 p. Available at: <https://eastwestcenter.org...new...Asia-Pacific...integration> (accessed 21.02.2019).
15. *IMF Access to Macroeconomic & Financial Data*. Available at: <http://data.imf.org/?sk=B981B4E3-4E58-467E-9B90-9DE0C3367363> (accessed 21.02.2019).
16. Fukuda Sh. Regional Liquidity Risk and Covered Interest Parity during the Global Financial Crisis: Evidence from Tokyo, London, and New York. *International Economic Journal*, vol. 30(3), July 2016, pp. 339-359.

17. Park C.Y., Lee J.W. Financial Integration in Emerging Asia: Challenges and Prospects. *Asian Economic Policy Review*, 2011, vol. 6, no. 2, pp. 176-198.
18. Ноздрев С. Финансовые центры Азии: извлекая уроки из кризиса. *Российский внешнеэкономический вестник*, 2017, № 7, сс. 98-118. [Nozdrev S. Finansovye tsentry Azii: izvlekaya uroki iz krizisa [Asia's financial centers: learning lessons from the crisis]. *Rossiiskii vneshneekonomicheskii vestnik*, 2017, no. 7, pp. 98-118.]
19. *IMF Regional Economic Outlook: Asia and the Pacific*. 2015–2018. Available at: <https://www.imf.org/en/Publications/REO/APAC/Issues/2018/04/16/areo0509> (accessed 27.02.2019).
20. Noland M., Park D., eds. *Strengthening Asia's Financial Systems in a Post-Crisis World*. Manila, Asian Development Bank, 2015. 200 p.
21. *ADB Operational Plan for Regional Cooperation and Integration (2016–2020)*. Available at: <https://www.adb.org/sites/default/files/institutional-document/210686/rci-operational-plan-2016-2020.pdf> (accessed 21.02.2019).
22. Kim S., Lee J. *Real and Financial Integration in East Asia*. Manila, Asian Development Bank, 2008. 36 p. Available at: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/109534/1/wp-017.pdf> (accessed 27.02.2019).
23. *Joint Statement of the 4th Finance Ministers' and Central Bank Meeting*. Available at: <https://asean.org/joint-statement-18th-asean3-finance-ministers-central-bank-governors-meeting-3-may-2015-baku-azerbaijan-2> (accessed 16.02.2019).
24. Rana P. Monetary and Financial Cooperation in East Asia the Chiang Mai Initiative and Beyond. *ADB working paper*, no. 6, 2002. Available at: <https://ru.scribd.com/document/153069393/Monetary-and-Financil-Cooperation-in-East-Asia-The-Chiang-Mai-Initiative-and-Beyond> (accessed 17.02.2019).
25. Богачева О., Смородинов О. Финансовая интеграция в АСЕАН: теоретический аспект. *Финансовый журнал*, 2016, № 5(33), сс. 63-74. [Bogacheva O., Smorodinov O. Finansovaya integratsiya v ASEAN: teoreticheskii aspekt [Financial integration in ASEAN: a theoretical aspect]. *Finansovyi zhurnal*, 2016, no. 5(33), pp. 63-74.]
26. Aladdin D. Financial Integration: Opportunities, Risks and Challenges. *Public Policy Review*, vol. 14, no. 5, September 2018, pp. 901-922.
27. Schipke A., ed. *Frontier Asia: the Next Generation of Emerging Markets*. Washington, IMF, Vargas, 2015. 272 p.
28. Park C.Y. Does Regional Integration Matter for Inclusive Growth? *ADB Working Paper*. October 2018. 60 p. Available at: <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/460681/ewp-559-regional-integration-inclusive-growth.pdf> (accessed 20.12.2018).

FINANCIAL INTEGRATION OF ASIAN NATIONS: REGIONAL DIMENSION

(World Economy and International Relations, 2019, vol. 63, no. 12, pp. 23-31)

Received 01.07.2019.

Stanislav V. NOZDREV (nozdrv-s-v@imemo.ru)

Primakov National Research Institute of World Economy and International Relations, Russian Academy of Sciences (IMEMO), 23, Profsoyuznaya Str., Moscow, 117997, Russian Federation.

The Asian crisis of 1997 and the global financial and economic crisis of 2008–2009 put under question a number of positive aspects of global financial integration. The integration of international capital markets was the driving force behind the growth of financial innovations and contributed to the expansion of international trade in goods and services. However, it failed to provide a fully efficient allocation of resources among developing countries and proved to be a sources of risk to them. In this regard, although Asian markets continue to maintain a higher degree of integration with global markets, primarily G7 countries, another form of financial interaction develops – regional integration as the stock and banking markets develop in Asia. The issues of financial integration in Asia are increasingly coming to the same level with other types of integration – trade, production, labor. The implementation of regional integration in the monetary area is also aimed at increasing the payment turnover in local currencies in order to reduce the dependence on the dominance of financing in the American and European currencies. This process is ambiguous, when analyzing the main directions of financial integration of Asia in various segments of the financial market, it is revealed that with the value expansion of intra-regional assets and liabilities, there is a reduction in the regional share of portfolio investments, while the share of direct investments and bank financing increases. Considering the prospects for intraregional expansion of financial interaction in the process of forming a new financial architecture in Asia and closer participation of the largest countries of the region in it, the author believes that regional financial integration can be one of the ways to overcome the disadvantages of global financial integration, allowing developing Asian economies to use local financial resources in the region, as an alternative to part of the global financial market. However, weak development of the institutional framework, especially due to the predominant role of trade relations in the region, seriously hinder the process of transition to the creation of a developed financial structure of cooperation by analogy with the European Union, which is considered as a basic model.

Keywords: Asia, financial integration, cross-border operations, financial architecture, liquidity, portfolio investment, multilateral regional agreements.

About author:

Stanislav V. NOZDREV, Cand. Sci. (Econ.), Senior Researcher, Lecturer.

DOI: 10.20542/0131-2227-2019-63-12-23-31