



## **ТРИФОНОВ Илья Игоревич**

Аспирант кафедры мировой экономики и международного бизнеса

Байкальский государственный университет экономики и права  
664003, РФ, г. Иркутск, ул. Ленина, 11  
Контактный телефон: (395) 25-59-77  
e-mail: lucif9r@rambler.ru

## **ЯГОДКИНА Вера Михайловна**

Доктор экономических наук, профессор кафедры журналистики  
и экономики средств массовой информации

Байкальский государственный университет экономики и права  
664003, РФ, г. Иркутск, ул. Ленина, 11  
Контактный телефон: (395) 25-59-77  
e-mail: yagodkina-vm@isea.ru



## **Региональные инициативы стран Восточной Азии по развитию валютно-кредитных отношений**

**Ключевые слова:** развитие валютно-кредитных отношений; страны Восточной Азии; инициативы по созданию системы валютной кооперации; региональный механизм поддержки валютной ликвидности.

Проанализированы особенности реализации крупнейших экономических инициатив по развитию валютно-кредитных отношений в странах Восточной Азии. Определены основные результаты реализации региональных инициатив по развитию валютно-кредитных отношений и показана их низкая эффективность. В качестве первоочередных мероприятий по развитию региональных валютных отношений признаны построение региональной системы надзора за валютной политикой и создание современной инфраструктуры финансовых рынков.

**В** 1970-х годах страны Восточной Азии сумели приспособиться к общемировым катаклизмам, вызванным высокими темпами инфляции. Большинство азиатских стран также быстро адаптировалось к нефтяным шокам, положившись на внешнеторговую экспансию. Такая модель экономического развития позволила им не только сохранить, но и значительно увеличить активное сальдо торгового баланса. Дефляционная политика не проводилась, равно как и наращивание внешних займов для покрытия пассивного сальдо торгового баланса; в результате страны Восточной Азии избежали долговых проблем, с которыми столкнулись другие страны в последующие десятилетия.

Азиатский валютный кризис 1997–1998 гг. внес значительные коррективы в политику, проводимую странами региона. Он стал переломным моментом в их истории, положив конец благополучному периоду роста, процветания и экономических «чудес» и «дав старт» летом 1997 г. трудному и болезненному этапу реформ и реструктуризации, когда национальная валюта Таиланда – бат – подверглась атаке со стороны валютных спекулянтов [1. Р. 6].

После того как правительство Таиланда истощило все свои золотовалютные резервы, пришлось отказаться от привязки курса бата к доллару и допустить его обесценивание. Кризис быстро распространился на другие страны региона: сначала на Индонезию, затем – на Гонконг, Республику Корея и Тайвань, вынудив последний совершить упреждающую девальвацию нового тайваньского доллара.

До начала кризиса, в 1997 г., Япония на официальной встрече представителей стран – членов МВФ и Всемирного банка внесла предложение о формировании Азиатского валютного фонда, идентичного модели МВФ. Предложение не было поддержано из-за протеста со стороны США и МВФ [2. Р. 70], однако оно стало сигналом о надвигающихся крупных изменениях в отношении всего мира к азиатской региональной валютной политике.

Правительства стран Восточной Азии извлекли важные уроки как из природы, так и последствий кризиса 1997–1998 гг., а также из самой реакции на него со стороны мирового сообщества. Странам региона пришлось испытать глубочайшее разочарование в действиях Международного валютного фонда (МВФ), который не только предлагал явно недостаточный для исправления ситуации объем финансовой помощи, но и делал это на неприемлемых условиях, породив тем самым сомнения в своей беспристрастности и, очевидно, преследуя интересы других стран, прежде всего США. Популярным стало мнение, что если бы в регионе функционировала эффективная система валютной кооперации, то кризис можно было бы предотвратить или, по крайней мере, значительно сократить нанесенный им ущерб [3. Р. 62].

Опасаясь повторения подобных кризисов, страны были вынуждены начать совместный поиск механизма защиты от рисков, который позволил бы в случае ухудшения экономической ситуации получать финансовую поддержку от стран-соседей и избежать резких колебаний валютных курсов без обращения за помощью к международным финансовым институтам, уже доказавшим свою несостоятельность. Поэтому в мае 2000 г. министры финансов группы стран АСЕАН+3, объединяющей десять стран Юго-Восточной Азии – членов АСЕАН, а также Японию, Китайскую Народную Республику (КНР) и Республику Корею, собрались в городе Чианг-Май (Таиланд) на первую подобную встречу, которая впоследствии стала ежегодным мероприятием. Помимо договоренности об обмене информацией о потоках капитала как шага к развитию системы предупредительных мер против возможных валютных кризисов страны приняли предложение Японии о разработке плана объединения своих экономических пространств путем подписания документа, инициирующего построение сети обмена региональными валютами [4], подразумевающей «совместное использование национальных валютных резервов путем заключения соглашений центральных банков о своп-операциях» [5. С. 16].

Необходимо отметить, что подобные соглашения между странами АСЕАН существовали и ранее, но поскольку они были заключены на небольшие суммы и на короткий, трехмесячный, срок, то их практически не использовали, причем даже во время Азиатского валютного кризиса 1997–1998 гг. [1. Р. 8].

Подписанная в Чианг-Май инициатива представляла собой не самостоятельный, а дополнительный к программам Международного валютного фонда механизм валютного кредитования. Согласно условиям большинства заключенных соглашений нуждающиеся страны могли приобрести у стран-соседей по региону доллары США в обмен на национальную валюту [5. С. 16]. Исключение составляли КНР и Япония, которые также договорились о приобретении иены за юань и юаня за иену.

Одним из главных недостатков инициативы, принятой в Чианг-Май, стало то, что страны могли рассчитывать только на 10% от общей суммы заключенных сделок до тех пор, пока не воспользовались кредитными механизмами МВФ [1. Р. 8]. Такое условие прямо противоречило цели разработки инициативы, каким образом можно снизить зависимость от МВФ, если для доступа к большей части своей квоты необходимо стать участником его кредитной программы.

Уместно привести мнение профессора Р. Хэннинга из American University, School of International Service (Washington, DC), который считает, что «данной инициативой страны Восточной Азии не пытались выразить протест против политики, проводимой

МВФ в период кризиса: вместо этого они хотели донести до мирового сообщества, что могут быть и другие способы борьбы с мировыми финансовыми кризисами, не подразумевающие активного участия МВФ» [6. Р. 3].

Однако какими бы ни были истинные причины появления инициативы Чианг-Май с точки зрения снижения зависимости от международных валютно-кредитных организаций, главенствующую роль в которых играют развитые страны, и повышения гибкости валютной политики стран Восточной Азии, совместное хеджирование региональными центральными банками валютных рисков, безусловно, являлось важным шагом. В дополнение к наращиванию финансовой ликвидности инициатива Чианг-Май постепенно эволюционировала в площадку для ведения политического диалога и координации усилий по поддержанию финансовой стабильности в регионе.

Первую проверку на практике инициатива прошла в 2008 г., когда в результате распространения мирового экономического кризиса краткосрочные капиталы начали в спешном порядке покидать Восточную Азию. Выяснилось, что в качестве системы экстренной резервной поддержки инициатива Чианг-Май не пригодна из-за отсутствия соответствующих механизмов быстрого реагирования и небольшого объема заключенных своп-соглашений. Для стабилизации ситуации Республика Корея и Сингапур воспользовались кредитом Федеральной резервной системы США, тогда как Индонезия получила чрезвычайный кредит от Всемирного банка [7].

Осознание проблемы привело к тому, что механизм инициативы Чианг-Май был кардинально пересмотрен. Для развития региональной системы поддержки ликвидности в 2009 г. своп-соглашения в рамках инициативы стали из двухсторонних многосторонними. Все соглашения Многосторонней инициативы Чианг-Май (Chiang Mai Initiative Multilateralized) были объединены в один, общий, пул, действующий на основании Соглашения о самоуправляемом резервном пуле (Self-Managed Reserve Pooling Arrangement). Новое соглашение вступило в силу 24 марта 2010 г.; размер резервов пула составил 120 млрд дол. при условии распределения ресурсов в соотношении: 20% – для стран АСЕАН; 16% – для Республики Корея и по 32% – для Японии и КНР. При этом максимальный объем заимствований остался кратен доле страны в фонде, а размер квоты, которой можно воспользоваться без обращения к МВФ, был повышен до 20% [7].

При необходимости страна-участница пула может обменять национальную валюту на доллары США или иную валюту в объеме доступной квоты. Условиями предоставления свопа являются подготовленный доклад об экономическом и финансовом положении в стране, соблюдение правил Соглашения о самоуправляемом резервном пуле и участие в региональном надзорном процессе, известном как Экономический обзор и политический диалог стран АСЕАН+3 (ASEAN+3 Economic Review and Policy Dialogue) [7]. Несмотря на доступность условий предоставления средств из пула их выполнение требует большого количества времени.

Однако основной недостаток резервного пула Многосторонней инициативы Чианг-Май заключается не в этом. Дело в том, что он представляет собой не централизованный фонд, а ряд обязательств стран по предоставлению средств, которые могут быть и не выполнены. К тому же, несмотря на то что объем заключенных в рамках инициативы соглашений в 2012 г. был удвоен и достиг 240 млрд дол., он все еще очень мал. Крупнейшие страны АСЕАН – Индонезия, Таиланд, Малайзия, Сингапур и Филиппины – могут рассчитывать на максимальный объем заимствований в размере лишь 22,76 млрд дол. [8. Р. 6]. При этом без участия в программах МВФ странам, начиная с 2012 г., доступно лишь 30% этой суммы. Очевидно, что по сравнению с золотовалютными резервами стран АСЕАН+3 или кредитами, ежегодно предоставляемыми МВФ странам мира (в 2013 г. общая сумма предоставленных кредитов составила 113,3 млрд дол. США [9. Р. 37]), объем заключенных своп-соглашений в рамках инициативы Чианг-Май незначителен. На общую ситуацию не влияет и тот факт, что порог

заимствований планируется увеличить до 40% в 2014 г. [8. Р. 4]. Именно поэтому почти за 15 лет эволюции инициативы Чيانг-Май ни одна страна так и не воспользовалась доступными в рамках инициативы ресурсами, а вопрос о возможности ее превращения в эффективный региональный механизм финансовой поддержки, пусть даже в качестве дополнительного к программам МВФ, по-прежнему остается актуальным.

Для превращения Многосторонней инициативы Чيانг-Май в работающий механизм необходимо, во-первых, увеличить доступные в рамках инициативы ресурсы и, во-вторых, создать строгую и эффективную систему регионального надзора за валютной политикой. Независимый надзорный орган – Институт макроэкономических исследований стран АСЕАН+3 (ASEAN+3 Macroeconomic Research Office, AMRO) был создан лишь в мае 2011 г., и в настоящее время ему не хватает авторитета. Х. Хил и Дж. Менон считают, что Институт макроэкономических исследований стран АСЕАН+3 должен быть наделен полномочиями по оценке потребности стран в финансовой поддержке и установлению условий выдачи дополнительного финансирования [10]. Только так можно обосновать целесообразность предоставления финансовой помощи и повысить уровень доверия между странами. Низкий уровень доверия к инициативе Чيانг-Май, в свою очередь, объясняет, почему страны АСЕАН+3 продолжают наращивать явно избыточные объемы золотовалютных резервов.

Помимо создания совместного механизма поддержки валютной ликвидности в регионе страны АСЕАН+3 заинтересованы и в других способах развития валютных отношений. Недостаточный уровень развития региональных рынков облигаций усиливает отток капитала, что сказывается на производстве и занятости и может спровоцировать серьезные будущие кризисы.

Вместе с тем не все азиатские страны обладают достаточными мощностями для поддержки эффективных внутренних рынков капитала, на которых будет задействовано широкое разнообразие финансовых инструментов, эмитентов ценных бумаг и инвесторов. Даже для наиболее развитых экономик большие издержки по созданию рыночной инфраструктуры могут стать аргументом в пользу сохранения сложившейся банковско-ориентированной системы. Для решения проблем эффективности и затратности внутренних рынков капитала страны Восточной Азии неоднократно призывали друг друга к объединению усилий.

Осознание данной проблемы привело к выработке в 2003 г. Азиатской инициативы в области рынков облигаций (Asian Bond Markets Initiative, ABMI). Идеологи инициативы не согласны с тем, что региональные рынки в их текущем состоянии способны снизить степень рассогласованности валютной политики, в чем многие эксперты усматривают причину Азиатского кризиса. Поэтому их основной целью является укрепление региональных рынков путем увеличения объемов региональных займов в региональных валютах [2. Р. 82].

Для достижения данной цели странами АСЕАН+3 на добровольной основе были созданы рабочие группы для детального изучения вопросов создания рыночной инфраструктуры, функционирования механизмов клиринга и ведения расчетов по сделкам, формирования институтов кредитных гарантий, рейтинговых агентств, новых долговых инструментов, номинированных в местных валютах, эмитируемых правительственными агентствами, международными банками развития и транснациональными компаниями, азиатских стандартов в области рынка облигаций, возможности выпуска облигаций, номинированных в единице, основанной на корзине азиатских валют [2. Р. 83]. Рабочими группами был инициирован ряд научных исследований, разработаны дорожные карты, определяющие дальнейшие направления деятельности.

Мировой экономический кризис 2008 г. подстегнул развитие Азиатской инициативы в области рынков облигаций. Стало ясно, что длительные научные исследования

и частые официальные встречи не способствуют в должной мере достижению целей, для которых изначально создавалась инициатива. Это привело к разработке на встрече в Мадриде (2008 г.) новой дорожной карты, которой были определены четыре ключевых направления деятельности:

- наращивание выпуска облигаций, номинированных в региональных валютах;
- оказание содействия увеличению спроса на облигации, номинированные в региональных валютах;
- совершенствование нормативно-правовой базы;
- совершенствование инфраструктуры для рынков облигаций [2. P. 83].

Необходимо отметить, что в качестве основных были выбраны действительно важные направления деятельности, и работа по их реализации, безусловно, будет способствовать развитию региональных рынков облигаций и поддержанию устойчивого экономического роста в Восточной Азии.

Однако, на наш взгляд, главным результатом развития Азиатской инициативы в области рынков облигаций стало создание странами АСЕАН+3 в ноябре 2010 г. Института кредитных гарантий и инвестиций (The Credit Guarantee and Investment Facility, CGIF) с капиталом 700 млн дол., основное назначение которого – предоставление гарантий по корпоративным облигациям компаний стран Восточной Азии в целях поддержки их выпуска и повышения надежности. В апреле 2013 г. базирующейся в Гонконге торговой компании Noble Group была выдана первая гарантия на выпуск номинированных в тайландских батах облигаций на сумму 2,8 млрд батов [11]. Данная гарантия позволит диверсифицировать кредитный портфель компании и будет способствовать росту рынка облигаций, номинированных в батах.

Вместе с тем малый объем капитала, которым располагает Институт кредитных гарантий и инвестиций, накладывает на его деятельность строгие ограничения как по количеству выданных гарантий, так и по критериям отбора получателей гарантий. К тому же региональные рынки облигаций все еще не могут на равных конкурировать с системой банковских кредитов и внутренними рынками облигаций – основными источниками корпоративных займов. Ситуацию отлично иллюстрирует тот факт, что первая гарантия Института кредитных гарантий и инвестиций могла быть выдана в 2012 г., однако сделка с продуктовой компанией Thai Union Frozen сорвалась из-за того, что издержки выпуска облигаций на сингапурском рынке значительно превышали издержки заимствования на внутреннем рынке [11]. Это отражает фундаментальную проблему развития региональных рынков облигаций в финансовой среде с высокой долей банковского сектора, обеспечивающей дешевый доступ к средствам внутренних рынков и характерной для экономик большинства стран АСЕАН+3.

Таким образом, несмотря на ряд позитивных сдвигов, реализации Азиатской инициативы в области рынков облигаций по-прежнему препятствует целый перечень факторов. Помимо высокой конкуренции со стороны банковского сектора и внутренних рынков облигаций негативно сказывается отсутствие механизмов принятия коллективных решений, органов надзора и мониторинга. Структурные характеристики создаваемых рынков так и не были определены, не выработано единое видение целей развития валютных отношений. Ситуация усугубляется отсутствием страны или группы стран-лидеров, способных повести за собой остальных; наконец, предположительные выгоды от реализации инициативы выглядят довольно абстрактно.

С целью оказания содействия работе в рамках Азиатской инициативы в области рынков облигаций на встречах руководителей центральных банков 11 стран Восточной Азии и Тихоокеанского бассейна (Executives' Meeting of East Asia and Pacific Central Banks, EMEAP) были созданы два совместных Азиатских фонда облигаций (Asian Bond Fund) – Фонды I и II. Пока страны АСЕАН+3 были увлечены исследованием элементов рыночной инфраструктуры и гармонизацией законодательных регуляторов,



центральные банки этих стран инициировали процесс инвестирования в облигации местных эмитентов.

Фонд I объемом 1 млрд дол. был создан в 2003 г. для покупки номинированных в долларах облигаций, выпускаемых правительствами азиатских стран. Его ресурсы были практически сразу полностью инвестированы в облигации суверенных и квази-суверенных эмитентов восьми стран региона [1. Р. 9]. Данная инициатива позволила повысить степень доверия к ЕМЕАР и вывести на новый уровень сотрудничества центральные банки стран-участниц. Поэтому в 2005 г. был образован Азиатский фонд облигаций II объемом 2 млрд дол. с целью финансирования облигационных фондов, инвестирующих и торгующих облигациями, номинированными в местных валютах [12]. С момента создания и по настоящее время Фонд II является активным инвестором на рынке региональных облигаций. Экономисты Банка международных расчетов отмечают важную роль, которую сыграли Азиатские фонды облигаций в стимулировании проведения ряда налоговых и административных реформ, направленных на снижение риска трансграничных расчетов и повышение привлекательности национальных рынков облигаций стран региона для инвесторов-нерезидентов [13. Р. 36]. В настоящее время участники ЕМЕАР продолжают работу по приведению нормативно-правовой среды в соответствие с лучшей мировой практикой и по либерализации административного регулирования. Однако, несмотря на это, региональные рынки облигаций по большей части остаются мало ликвидными, отчасти из-за того, что рынки государственных облигаций по-прежнему закрыты для нерезидентов.

Азиатские фонды облигаций, в свою очередь, выступают в качестве относительно малозатратного катализатора проведения финансовых реформ в регионе. Хотя ресурсы данных фондов могут оказать очень скромное влияние на развитие ситуации, они являются важной частью более амбициозных мероприятий по усилению финансовых рынков Восточной Азии, реализация которых, по мнению некоторых зарубежных экономистов, является даже более срочной и приносящей плоды задачей, чем любая другая, направленная на развитие валютных отношений в регионе [14. Р. 60].

На основе анализа особенностей реализации экономических инициатив стран Восточной Азии по развитию валютно-кредитных отношений можно сделать следующие выводы.

1. Стремление азиатских стран к снижению зависимости от международных валютно-кредитных организаций и созданию альтернативных механизмов поддержки валютной ликвидности привело к разработке и реализации широкого ряда экономических инициатив по развитию валютно-кредитных отношений в Восточной Азии.

2. Наиболее значимыми этапами реализации региональных инициатив стали подписание Соглашения о самоуправляемом резервном пуле в целях совместного страхования странами АСЕАН+3 валютных рисков и образование Института кредитных гарантий и инвестиций в целях развития рынков корпоративных облигаций, номинированных в валютах стран данного региона.

3. Реализация экономических инициатив стран Восточной Азии способствовала диверсификации структуры валютно-кредитных отношений, снижению рисков наступления валютных кризисов, либерализации мер административно-правового регулирования валютных операций, укреплению региональных валютно-финансовых рынков и координации усилий по поддержанию финансовой стабильности в регионе.

4. В целом, однако, необходимо отметить низкую эффективность восточно-азиатских инициатив по развитию валютно-кредитных отношений. Основными причинами являются малый объем доступных к использованию в рамках инициатив финансовых ресурсов, невысокий качественный уровень организации регионального надзора и, как следствие, низкая скорость принятия решений и недостаточная степень доверия к валютной политике стран-партнеров.

5. Опыт реализации экономических инициатив стран Восточной Азии по развитию валютно-кредитных отношений свидетельствует о том, что первоочередными мероприятиями по развитию валютных отношений в регионе являются не совместное хеджирование рисков и создание валютных фондов для осуществления инвестиций на региональных рынках облигаций, а построение региональной системы надзора за валютной политикой и создание современной инфраструктуры финансовых рынков.

#### Источники

1. Kenen P. B., Meade E. E. Monetary Integration in East Asia / Federal Reserve Bank of San Francisco, 2004. URL: <http://www.frbsf.org/economic-research/files/Kenen.pdf>.
2. Park Y. C., Wyplosz C. Monetary and Financial Integration in East Asia: The Relevance of European Experience / European Commission. Economic and Financial Affairs // European Economy. Economic Papers 329. Sept. 2008. URL: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/publication\\_summary\\_12720\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication_summary_12720_en.htm).
3. Krawczyk M. Monetary integration in East Asia: Why does it take so long? // International Journal of Banking and Finance. 2009. Vol. 6. Iss. 2. URL: <http://epublications.bond.edu.au/ijbf/vol6/iss2/3>.
4. Ogawa E. Asia Should Build Regional Currency Integration Unit / Shanghai Forum. URL: <http://www.shanghaiforum.fudan.edu.cn/en/index.php?c=news&a=detail&aid=1069>.
5. Красавина Л. Н. Валютный фактор инновационного развития экономики России (по материалам круглого стола, состоявшегося в Финансовой академии при Правительстве РФ) // Финансы и кредит. 2009. № 8.
6. Henning C. R. East Asian Financial Cooperation and Global Adjustment: Building on the Chiang Mai Initiative. Washington, D.C., 2004.
7. West J. Chiang Mai Initiative: An Asian IMF? // Asian Century Institute. URL: <http://asiancenturyinstitute.com/economy/248-chiang-mai-initiative-an-asian-imf>.
8. Siregar R., Chabchitichaidol A. Enhancing the Effectiveness of CMIM and AMRO: Selected Immediate Challenges and Tasks / ADBI // ADBI Working Paper Series. 2013. No. 403. URL: <http://www.adbi.org/files/2013.01.17.wp403.enhancing.effectiveness.cmim.amro.pdf>.
9. Annual Report 2013. Promoting a more secure and stable global economy / International Monetary Fund. 2013. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2013/eng>.
10. Hill H., Menon J. Asia's new financial safety net: Is the Chiang Mai Initiative designed not to be used? // VOX. Research-based policy analysis and commentary from leading economists. URL: <http://www.voxeu.org/article/chiang-mai-initiative-designed-not-be-used>.
11. Sookmark S. ASEAN Bond Market Initiative: A Quick Report on the Credit Guarantee Investment Fund // The RSIS Centre for Non-Traditional Security (NTS) Studies' Blog. URL: <http://ntsblog.wordpress.com/2013/06/14/asean-bond-market-initiative-a-quick-report-on-the-credit-guarantee-investment-fund>.
12. What is an Asian Bond Fund? // WiseGEEK. Clear answers for common questions. URL: <http://www.wisegeek.com/what-is-an-asian-bond-fund.htm>.
13. Chan E., Chui M., Packer F., Remolona E. Local currency bond markets and the Asian Bond Fund 2 Initiative / Bank for International Settlements // BIS Papers. 2012. No. 63. URL: <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap63.htm>.
14. Eichengreen B. What to do with the Chiang Mai Initiative / Department of Economics. University of California. Berkeley, 2002. URL: <http://emlab.berkeley.edu/~eichengr/research/eastasiawoo3may16-02.pdf>.