

## Финансовая интеграция в АСЕАН: теоретический аспект

### Аннотация

Реализация Плана создания Экономического сообщества АСЕАН (2007–2015 гг.) осуществлялась в условиях, когда характер и масштабы влияния финансовой интеграции на основные макроэкономические индикаторы и стабильность бюджетных систем отдельных стран были не до конца понятны ни в теории, ни на практике. В статье анализируется теоретическая концепция «непрямого воздействия» финансовой интеграции на макроэкономические и бюджетные параметры развивающихся стран, выдвинутая рядом зарубежных исследователей в начале 2000-х гг. Авторы статьи поддерживают точку зрения, в соответствии с которой для получения положительного эффекта от финансовой интеграции развивающимся странам необходимо не только стремиться к увеличению притока зарубежного капитала, но и обеспечивать развитие инфраструктуры финансовых рынков. В связи с этим авторами предложен набор критериев и показателей, который необходим для получения полной оценки влияния финансовой интеграции как на экономический рост, так и на стабильность национальных бюджетных систем развивающихся стран, включая страны АСЕАН.

### Ключевые слова:

Экономическое сообщество АСЕАН, либерализация финансового рынка, финансовая интеграция, глобализация, пороговые условия, не прямые эффекты, экономический рост, стабильность бюджетной системы

**JEL:** E44, F36

**П**ериод экономического развития стран АСЕАН после глобального финансового и экономического кризиса 2007–2009 гг. — это, по сути, период реализации плана по созданию Экономического сообщества АСЕАН (*AEC Blueprint*, 2007 г.), который формально завершился 31 декабря 2015 г.

Несмотря на традиционную взвешенность и осторожность в разработке стратегических документов, типичную для «азиатского пути развития», практическое решение положений Плана, связанных с финансовой интеграцией, оказалось весьма амбициозной задачей. Реализация любого из этих положений была сопряжена с целым рядом рисков, в том числе рисками подрыва макроэкономической и бюджетной стабильности и нового витка финансового кризиса в регионе.

Дополнительным фактором неопределенности в решении задач, связанных с интеграцией финансовой сферы в рамках АСЕАН, стало то обстоятельство, что ни теоретические, ни эмпирические исследования не могли однозначно подтвердить выгоды от финансовой интеграции с точки зрения повышения темпов экономического роста, обеспечения макроэкономической стабильности и укрепления национальных бюджетных систем.

План создания Экономического сообщества АСЕАН предусматривал реализацию целого ряда мероприятий по либерализации сферы финансовых и банковских услуг в странах — участницах ассоциации, что позволило бы осуществить дальнейшие шаги по финансовой интеграции, в том числе интеграции рынков капитала внутри ассоциации. Либерализация сферы финансовых и банковских услуг и финансовая интеграция рассматривались в Плане как одни из ключевых элементов обеспечения макроэкономической стабильности стран — участниц АСЕАН.

Во врезке представлены положения Плана создания Экономического сообщества, относящиеся к либерализации сферы финансовых услуг и интеграции рынков капитала.

**Положения Плана создания Экономического сообщества АСЕАН, относящиеся к либерализации сферы финансовых услуг и интеграции рынков капитала**

**A. Единый рынок и производственная база**

9. Единый рынок и производственная база АСЕАН должны включать пять ключевых элементов: 1) свободное перемещение товаров; 2) свободное перемещение услуг; 3) свободное перемещение инвестиций; 4) свободное перемещение капиталов; 5) свободное перемещение квалифицированной рабочей силы.

*A2. Свободное перемещение услуг*

22. Меры по либерализации сектора финансовых услуг должны позволить участникам обеспечить надлежащее развитие данного сектора и поддержание финансовой и социально-экономической стабильности...

Процесс либерализации должен учитывать цели национальных политик и уровни развития экономики и финансового сектора каждого из участников.

*A4. Более свободное движение капиталов*

31. Повышение уровня развития рынка капитала АСЕАН и степени его интеграции  
Меры:

i. достижение более высокой степени гармонизации стандартов рынков капиталов АСЕАН в таких направлениях, как разработка общих правил на рынке долговых ценных бумаг, требований к раскрытию информации и правил обращения ценных бумаг...

iii. обеспечение большей гибкости в части... законодательств, регулирующих выпуск ценных бумаг;

iv. совершенствование структуры налогообложения нерезидентов (там, где это представляется возможным) с целью расширения базы инвесторов на рынке долговых обязательств АСЕАН;

v. активизация усилий рыночного характера для формирования связей между валютными рынками и рынками долговых обязательств, включая деятельность по привлечению трансграничных инвестиций.

32. Обеспечение более высокой степени мобильности капиталов

Либерализация движения капиталов должна осуществляться на основе следующих принципов:

a) обеспечение надлежащей либерализации счетов движения капиталов в соответствии с целями национальных политик стран-участниц и степени готовности их экономик;

b) разработка адекватных мер защиты от потенциальной макроэкономической нестабильности и системного риска, которые могут появиться в результате процесса либерализации...

c) обеспечение доступа всех стран – участниц АСЕАН к выгодам, получаемым от процесса либерализации.

Меры:

i. снятие или ослабление ограничений в тех случаях, когда это целесообразно и возможно, с целью содействия потокам платежей и трансферов по операциям текущего счета;

ii. снятие или ослабление ограничений с потоков капиталов в тех случаях, когда это целесообразно и возможно, с целью поддержки прямых зарубежных инвестиций и инициатив по развитию рынков капиталов.

Источник: Volz U. ASEAN Financial Integration in the Light of Recent European Experiences / SOAS, University of London and German Development Institute. 12 may 2013. P. 22.

Анализ разделов Плана, посвященных развитию финансовой интеграции в АСЕАН, позволяет сделать вывод, что в период формирования Экономического сообщества акцент делался не на всех направлениях финансовой интеграции. Речь шла прежде всего о шагах, направленных на гармонизацию законодательной базы, повышение мобильности

капиталов и постепенное развитие трансграничного сегмента в торговле ценными бумагами и обеспечении единого информационного пространства для функционирования фондовых бирж стран-участниц. Поэтому в данной статье мы также будем делать упор на рассмотрении этих составляющих финансовой интеграции.

### **ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ПОДХОДЫ К ОЦЕНКЕ ВЛИЯНИЯ ФИНАНСОВОЙ ИНТЕГРАЦИИ НА НАЦИОНАЛЬНУЮ ЭКОНОМИКУ И БЮДЖЕТНУЮ СИСТЕМУ**

В последние десятилетия финансовая глобализация (финансовая интеграция)<sup>1</sup> является одной из наиболее часто обсуждаемых тем как на страницах научных изданий, так и на «полях» представительных международных форумов. Необходимо подчеркнуть, что к настоящему времени не существует общепризнанной и основанной на реальных данных теории (модели), которая позволяет сделать однозначный вывод о характере влияния финансовой интеграции и ее элементов на макроэкономические параметры стран с различным уровнем развития. Так же неоднозначны выводы о влиянии финансовой интеграции на ключевые параметры (бюджетная устойчивость, государственный долг) национальных бюджетов.

Согласно традиционной неоклассической теории, финансовая глобализация оказывает позитивное воздействие на экономический рост за счет роста капитала. В соответствии с данной теорией финансовая интеграция приводит к переливу капитала из экономик, имеющих избыточный капитал, в экономики, где наблюдается его недостаток, поскольку в последних доходность капитала должна быть выше. Данная модель предполагает отсутствие ограничений при межстрановом и межотраслевом переливе капитала. Более поздние «усовершенствования» данной модели включают также позитивные эффекты, связанные с передачей технологий и управленческого опыта, которые должны способствовать экономическому росту менее богатых стран. Обзор литературы по данной тематике содержится, например, в работе М. Коуза, И. Прасада, К. Рогоффа и Ш.-Цз. Вея «Финансовая глобализация и экономические политики» [2].

Многочисленные исследования на первый взгляд подтверждают правомерность такого вывода. Как свидетельствуют статистические данные, темпы роста ВВП на душу населения в развивающихся странах<sup>2</sup> повысились после того, как эти страны начали проводить политику открытости финансовых рынков и включились в интеграционный процесс, в том числе в рамках региональных ассоциаций типа АСЕАН. Однако эти исследования, по мнению других ученых, не смогли предоставить убедительных доказательств того, что более высокие темпы роста и повышение стабильности развития экономики и бюджетной системы являются следствием именно финансовой интеграции и повышения открытости финансового сектора национальных экономик. Большая группа экономистов, включая лауреатов Нобелевской и иных почетных премий, вообще отрицает какие-либо положительные последствия для национальных экономик от участия в глобальной финансовой интеграции. К этим ученым относятся главным образом сторонники

---

<sup>1</sup> В работах ряда российских и зарубежных исследователей делается различие между терминами «финансовая интеграция» и «финансовая глобализация». Так, по мнению И. Юдиной, финансовая глобализация — это агрегированное понятие, которое отражает процессы на глобальном уровне в виде роста трансграничных финансовых потоков. Финансовая интеграция раскрывает связи отдельной страны с международным рынком капитала [1, с. 8]. Однако другие исследователи, в т. ч. М. Коуз, И. Прасад и их коллеги, работы которых будут анализироваться в данной статье, используют эти два понятия фактически как идентичные.

<sup>2</sup> В некоторых исследованиях дается более подробная классификация уровней экономического развития стран, не относящихся к категории промышленно развитых, или стран с развитой экономикой. Так, выделяются страны с «развивающейся экономикой», с «формирующимся рынком», с «переходной экономикой», с «низким уровнем дохода» и др. Такой подход характерен, например, для исследований, которые проводят Всемирный банк и Международный валютный фонд. Во избежание разночтений в данной статье все страны, не относящиеся к промышленно развитым, называются развивающимися странами. Таким образом, все страны — члены АСЕАН отнесены к развивающимся странам.

неокейнсианства и институционализма [3; 4]. Наиболее часто называемые причины возможных негативных последствий:

1) создание защитных барьеров вокруг отдельных отраслей (секторов), куда направляются иностранные инвестиции (в результате возникает дисбаланс, нарушающий существующее общее рыночное равновесие в национальной экономике);

2) информационная асимметрия (отсутствие достаточной степени прозрачности в распределении притока иностранного капитала между секторами, что приводит к неоптимальному распределению ресурсов, в результате чего неизбежны экономические кризисы);

3) отсутствие необходимых экономических и организационных условий в неразвитых экономиках для получения позитивного эффекта от финансовой интеграции.

Отсутствие позитивных результатов финансовой интеграции для национальной экономики в целом и финансового сектора в частности вытекает и из так называемой финансовой трилеммы, которая была обоснована нидерландским экономистом Д. Шунмакером [5]. Он утверждает, что одновременное достижение целей финансовой интеграции, финансовой стабильности и национальной финансовой политики невозможно, поскольку по своей сути эти понятия несовместимы. Согласно модели Шунмакера, государство не в состоянии сохранять национальную финансовую самостоятельность (автономию) в условиях усиливающейся тенденции к финансовой глобализации, которая, в частности, проявляется в увеличении числа и повышении роли мультинациональных банков. На практике существование трилеммы означает необходимость контроля со стороны надгосударственных органов над деятельностью банков и финансовых рынков. В более общем виде признание финансовой трилеммы доказывает противоречивый характер воздействия интеграционных процессов на состояние кредитно-финансовой и валютной сферы национальных экономик, поскольку имеет место противостояние интересов отдельных государств, региональных объединений и интересов игроков глобальных финансовых рынков.

Что касается российских специалистов, то рассмотрение вопросов, связанных с влиянием финансовой интеграции (финансовой глобализации) на устойчивость макроэкономических показателей и национальных бюджетных систем, в том числе в развивающихся странах, по-прежнему остается весьма дискуссионной темой. В последние годы теоретические аспекты финансовой интеграции и финансовой глобализации изучались в работах И. Н. Юдиной, А. М. Бетмакаева, Ю. С. Евлаховой, А. А. Котовой, О. П. Королевич и др. [1; 6–10]. Вопросы устойчивости бюджетных систем в контексте глобального рынка анализировались в работах Г. Я. Шаховой, П. Г. Крадинова, П. Л. Маненка [11]. Влияние финансовой интеграции стран АСЕАН на национальные финансовые и валютные рынки стран – участниц ассоциации анализируется в работах И. А. Яковлева, Л. С. Кабир, С. И. Никулиной, Л. А. Аносовой [12–13].

Если обратиться к ситуации в странах АСЕАН, то практика последних 10–15 лет показала, что: а) в ряде стран высокие темпы роста экономики чередовались с падением производства, т. е. с экономическими и финансовыми кризисами; б) некоторые страны АСЕАН, испытав краткосрочные периоды экономического роста, резко замедляли экономическое развитие и возвращались к темпам роста на уровне 2–4 % в год; в) в последнее десятилетие исследователи обратили внимание на новый экономический феномен, который заключается в том, что перелив капитала начал происходить не из более развитых в менее развитые страны, а наоборот – из менее развитых в более развитые страны (что ставит под сомнение правомерность неоклассической модели интеграции).

Эти явления требуют своего объяснения. Поскольку традиционная экономическая теория оказалась не в состоянии дать удовлетворительного ответа, то целый ряд исследователей предприняли попытки найти объяснение происходящим изменениям с других позиций. Среди них выделим группу специалистов, предложивших использовать новый подход для исследования влияния финансовой интеграции на ключевые макроэкономические, финансовые и бюджетные индикаторы отдельных стран.

## КОНЦЕПЦИЯ НЕПРЯМОГО ВОЗДЕЙСТВИЯ ФИНАНСОВОЙ ИНТЕГРАЦИИ (ФИНАНСОВОЙ ГЛОБАЛИЗАЦИИ) НА ЭКОНОМИЧЕСКИЙ РОСТ И ДРУГИЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПАРАМЕТРЫ

В августе 2006 г. на сайте американского Национального бюро экономических исследований (NBER) был опубликован рабочий документ «Финансовая глобализация: повторная оценка» [14], в котором авторы — известные экономисты М. Коуз, И. Прасад, К. Рогофф и Ш.-Цз. Вей — предприняли попытку обосновать необходимость нового подхода к изучению воздействия процессов финансовой интеграции и глобализации на макроэкономические и бюджетные параметры национальных экономик<sup>3</sup>.

Ссылаясь как на собственные исследования, так и на результаты работ других экономистов, авторы документа делают вывод об отсутствии убедительных доказательств наличия причинно-следственных связей между финансовой интеграцией и экономическим ростом. Аналогично, по мнению авторов публикации, нет достоверных данных, однозначно подтверждающих негативное влияние финансовой интеграции (глобализации) на национальные экономики развивающихся стран (к которым относятся все страны АСЕАН). В частности, нельзя утверждать, что более высокая степень финансовой открытости обязательно должна приводить к макроэкономическим или финансовым кризисам. Другими словами, авторы полагают, что имевшие место в ряде стран АСЕАН финансовые и макроэкономические потрясения должны объясняться либо иными причинами, либо комплексом факторов, включающих и финансовую либерализацию.

М. Коуз, И. Прасад и их коллеги утверждают, что косвенные, или «сопутствующие», результаты воздействия финансовой интеграции могут иметь для национальных экономик более важные последствия, чем прямые результаты (т. е. влияние на экономический рост). Непрямое, каталитическое воздействие финансовой интеграции создает выгоды для развития национальной экономики в трех областях: развитие финансового сектора, ключевые институты и макроэкономическая политика (см. рис. 1). В свою очередь, развитие этих областей выступает катализатором для дальнейшего роста национальной экономики.

Рисунок 1



Примечание: \* совокупная факторная производительность.

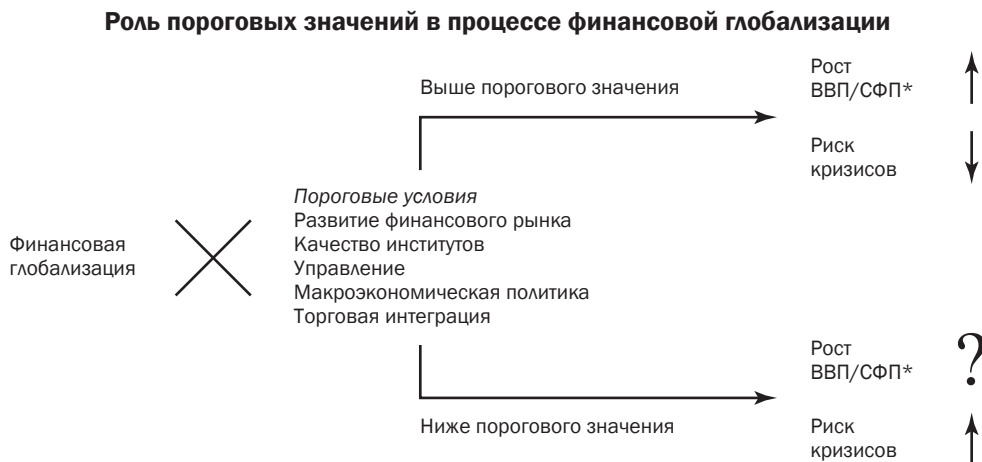
Источник: Коуз М. Э. и др. Финансовая глобализация: не ограничиваясь порциями / Финансы & развитие, 2007. Март, с. 12.

<sup>3</sup> Краткое изложение этой работы было опубликовано в русскоязычном издании электронного журнала МВФ «Финансы & развитие», март 2007 г. [15].

При этом взаимосвязь перечисленных выше областей, а также торговой интеграции, с одной стороны, и финансовой открытости (финансовой глобализации), с другой стороны, представляется авторам столь важной, что заслуживает более детального изучения. М. Коуз, И. Прасад и их коллеги выдвигают гипотезу, в соответствии с которой для получения позитивного эффекта от финансовой интеграции необходимо наличие в национальной экономике определенного набора **пороговых условий** (*threshold conditions*) [14, с. 49].

Эта взаимосвязь графически представлена на рис. 2.

Рисунок 2



Примечание: \* совокупная факторная производительность.

Источник: Коуз М. и др. Финансовая глобализация: не ограничиваясь пороганиями / Финансы & развитие, 2007. Март, с. 13.

Гипотеза о пороговых условиях, необходимых для получения национальными экономиками максимального позитивного эффекта от финансовой глобализации, получила дальнейшее развитие в последующих публикациях этих авторов и их коллег — «Финансовая глобализация и экономические политики» [2] и «Пороговые величины в процессе международной финансовой интеграции» [16].

Гипотеза о значимости пороговых условий основывается на исследовании стран как с развитой, так и с развивающейся экономикой. По мнению авторов, страны с развитой экономикой, для которых характерны как большая глубина развития финансовых рынков и более высокое качество рыночных институтов, так и более стабильная и эффективная макроэкономическая политика, получают больше выгод от финансовой интеграции, чем развивающиеся страны и тем более те государства, которые классифицируются как «бедные» и «нерыночные». Отсюда следует вывод о том, что развивающиеся страны должны сначала создать необходимые условия (или, иначе, добиться определенных пороговых уровней развития государственных и рыночных институтов и финансовых рынков), чтобы иметь возможность получать позитивные эффекты — как прямые, так и косвенные — от финансовой интеграции.

Данный вывод представляется весьма логичным. Действительно, хорошо развитый («отличающийся значительной глубиной развития» в терминологии авторов) финансовый сектор в сочетании с адекватными методами и инструментами надзора позволяет обеспечивать оптимальное распределение поступающих из-за рубежа капиталов между отраслями и секторами национальной экономики. Высокий уровень развития финансового сектора, функционирующего на основе конкуренции национальных и иностранных банков и иных провайдеров финансовых услуг, позволяет национальной экономике сглаживать (минимизировать) валютные шоки, ослаблять отток капиталов из страны и иные

негативные эффекты волатильности финансовых потоков. То же самое относится и к уровню развития государственных и рыночных институтов в целом: более высокое качество корпоративного управления, управления общественными финансами, низкий уровень коррупции и в целом более благоприятная среда для развития бизнеса обеспечивают и более привлекательные условия для иностранных прямых и портфельных инвестиций, способствуют снижению волатильности финансовых потоков даже при ухудшении ситуации на глобальных финансовых рынках.

### **КРИТЕРИИ И ПОКАЗАТЕЛИ ВЛИЯНИЯ ФИНАНСОВОЙ ИНТЕГРАЦИИ НА МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПАРАМЕТРЫ**

Авторы работы «Пороговые величины в процессе международной финансовой интеграции» предлагают использовать следующий набор критериев и показателей для оценки влияния финансовой интеграции на макроэкономические параметры в рамках отдельной национальной экономики.

**1. Финансовая открытость.** Данный критерий, с одной стороны, отражает уровень финансовой интеграции страны, а с другой стороны, может рассматриваться как мера зависимости национальной экономики от глобальных финансовых рынков и отражать связанные с этой зависимостью системные риски. Показателями служат:

- отношение суммарной величины зарубежных активов к ВВП (измеряет общую открытость страны к международным рынкам капитала);
- уровень регуляторной открытости счета движения капитала, рассчитываемый по методологии МВФ.

**2. Финансовая глубина.** Для оценки глубины развития финансовой системы предлагается использовать следующие показатели:

- отношение объема частных кредитов к ВВП;
- суммарная величина капитализации рынка акций и выданных кредитов к ВВП;
- отношение M2 к ВВП.

**3. Качество государственных институтов.** Данный критерий оказывает влияние на макроэкономические параметры посредством влияния на структуру притока иностранного капитала. Повышение качества государственных институтов способствует притоку прямых и портфельных иностранных инвестиций, увеличению их доли относительно банковских кредитов.

В качестве основы для расчета показателя качества государственных институтов предлагается использовать шесть индикаторов качества государственного управления, разработанных Всемирным банком и характеризующих шесть соответствующих направлений деятельности государства в конкретных странах. К этим индикаторам относятся: 1) индекс учета мнения населения и подотчетности государственных органов; 2) индекс политической нестабильности и насилия в обществе; 3) индекс эффективности работы правительства; 4) индекс качества нормативно-правового регулирования; 5) индекс верховенства закона; 6) индекс степени контроля над коррупцией. Авторы используют среднеарифметическое значение этих индексов за конкретный год.

**4. Качество регулирования.** Для оценки качества регулирования авторы работы используют индекс (показатель) жесткости трудового законодательства. Значения индекса взяты из базы данных об условиях ведения бизнеса Международной финансовой корпорации (*International Finance Corporation's Doing Business Database*). С помощью данного показателя измеряется способность национальной экономики адаптироваться к изменению условий ведения бизнеса, в т. ч. и к изменяющимся финансовым потокам.

**5. Открытость внешней торговли.** Данный критерий способствует макроэкономической стабильности в связи с тем, что внешняя торговля способна ослабить кризис, связанный с внезапным прекращением притока или оттоком зарубежного капитала. Страны

с менее развитой внешней торговлей могут испытывать более сильную девальвацию национальной валюты при необходимости корректировки текущего счета операций. Высокий уровень развития внешней торговли создает больше возможностей для обслуживания внешнего долга. Торговая интеграция содержит меньше рисков, чем финансовая. Поэтому многие специалисты полагают, что либерализация внешней торговли должна предшествовать финансовой либерализации. По некоторым расчетам, увеличение торговой открытости на 10 % снижает вероятность внезапной остановки притока иностранного капитала на 30 %.

Показатель открытости внешней торговли рассчитывается как отношение суммарного экспорта и импорта товаров и услуг к ВВП.

**6. Качество макроэкономической политики.** Данный критерий может способствовать положительной корреляции финансовой интеграции и устойчивого экономического роста. Практика показывает, что в периоды интенсивного притока зарубежного капитала особое значение приобретает сдерживающая налогово-бюджетная и кредитно-денежная политика. Так, сдерживание роста бюджетных расходов в пределах долгосрочного тренда часто позволяет ослабить отрицательное влияние крупного притока капитала на совокупный спрос и реальный валютный курс. Сдерживающая кредитно-денежная политика, направленная на противодействие ревальвации национальной валюты (в т. ч. путем денежной стерилизации притока капитала), ассоциируется с ослаблением роста реального валютного курса и положительной динамикой производства после замедления притока иностранного капитала. В то же время проциклическая бюджетная политика и острая несбалансированность бюджета повышают риск кризиса в условиях финансовой интеграции, особенно при либерализации счета движения капитала. Страны с высокой инфляцией, значительным дефицитом платежного баланса и экспансивной бюджетной политикой более вероятно испытывают удары кризиса от внешних шоков, чем страны с профицитом бюджета, умеренным ростом бюджетных расходов, низкой инфляцией и в целом сбалансированным платежным балансом. Исследования показали, что страны, имеющие серьезные проблемы с государственным долгом, с большой вероятностью получают выгоды от финансовой интеграции, если перейдут к более сдерживающей бюджетной политике и примут меры по сокращению государственного долга.

Для оценки качества кредитно-денежной и налогово-бюджетной политик государства авторы работы предлагают использовать следующие показатели:

- индекс потребительских цен;
- соотношение государственных доходов и расходов.

**7. Общий уровень развития.** Измеряется показателем ВВП на душу населения.

По мнению авторов работы, приведенный выше набор показателей должен помочь конкретному государству оценить соотношение между возможными выгодами от финансовой интеграции и системными рисками, связанными с проведением политики финансовой открытости. Проведенные ими исследования указывают на наличие конкретных пороговых значений по крайней мере по нескольким критериям, достижение которых свидетельствует о возможности получения положительной корреляции между финансовой интеграцией и экономическим ростом в стране. Это глубина развития финансовых рынков, качество институтов, открытость торговли, жесткость рынка рабочей силы, а также общий уровень экономического развития.

Эмпирические исследования подтвердили, что в целом фактические значения показателей по этим критериям в экономически развитых странах и лишь в нескольких странах, относящихся к иным категориям, выше пороговых значений. Вместе с тем авторы предупреждают, что результаты их исследований не носят универсального характера и не могут служить основанием для безусловных выводов о способности или готовности конкретной страны к проведению политики финансовой открытости и активизации интеграционных процессов.



Выводы М. Коуза, И. Прасада и их коллег, как правило, находят подтверждение в более поздних работах зарубежных экономистов, посвященных различным аспектам влияния финансовой глобализации и региональной финансовой интеграции (в т. ч. в рамках АСЕАН). В некоторых из этих работ, например в аналитической записке Д. Парка и К. Шина, сопутствующие эффекты включены в состав перечня из пяти факторов устойчивости (которые авторы называют «широко известными») экономики и бюджетных систем, связанных с процессами финансовой интеграции [17]:

1) ускорение накопления капитала в условиях притока иностранного капитала из более богатых в более бедные страны, которое способствует повышению темпов экономического роста в этих странах;

2) приток новой техники и технологий, сопутствующий прямым зарубежным инвестициям, который может оказать более значимое влияние на экономику принимающей страны, чем накопление капитала;

3) снижение волатильности потребительского спроса вследствие расширения банковских услуг, прежде всего зарубежными банками;

4) диверсификация инвестиционных рисков в связи с многообразием источников поступления капитала;

5) сопутствующие (косвенные) выгоды финансовой интеграции, связанные с вызовом международной конкуренции:

- развитие внутреннего финансового сектора;
- повышение дисциплинированности макроэкономической политики;
- повышение качества государственных институтов;
- повышение эффективности государственного и корпоративного управления.

В статье еще одного современного исследователя Э. Товар Гарсии «Влияние глобализации на финансовое развитие формирующихся экономик» также делается акцент на не прямые позитивные эффекты финансовой глобализации применительно к развивающимся (формирующимся) экономикам [18]. К их числу автор относит: а) повышение качества информации, устранение информационной асимметрии; б) повышение качества и эффективности корпоративного управления; в) распределение рисков на мировом уровне; г) расширение возможностей, связанных с привлечением и объединением сбережений; д) снижение международных транзакционных издержек, укрепление связи между финансовым и реальным секторами международной экономики.

### **ВЛИЯНИЕ ФИНАНСОВОЙ ИНТЕГРАЦИИ НА УСТОЙЧИВОСТЬ НАЦИОНАЛЬНЫХ БЮДЖЕТНЫХ СИСТЕМ**

Как следует из проведенных исследований, ни статистические данные, ни модельные расчеты не выявили прямой связи финансовой интеграции с бюджетной политикой и устойчивостью национальных бюджетных систем. В различных странах в разное время ускорение интеграционных процессов могло сопровождаться как повышением устойчивости бюджета, так и высоким бюджетным дефицитом, ростом государственной задолженности, а также ускорением инфляции и иными неблагоприятными для государственного бюджета факторами.

Среди показателей, которые непосредственно служат индикаторами рисков неустойчивости национальных бюджетных систем, следует выделить дефицит бюджета, доходы и расходы бюджета в процентах к ВВП. Увеличение дефицита бюджета в процентах к ВВП иллюстрирует несбалансированность бюджета страны и рост государственных заимствований, часто на внешних рынках капитала. Следовательно, возрастают риски чрезмерной государственной задолженности, снижения доверия зарубежных инвесторов и кредиторов и оттока зарубежного капитала.

Изменение объема бюджетных расходов и доходов оказывает непосредственное влияние на бюджетное сальдо. Резкое увеличение расходов бюджета относительно ВВП может свидетельствовать о развитии кризисных процессов в экономике либо иной чрезвычайной ситуации, а также о расточительной бюджетной политике. Значимое изменение в доходах бюджета относительно ВВП может служить индикатором проведения налоговой реформы (например, повышение ставок налогов и ликвидация налоговых льгот), которая может иметь существенные последствия для экономики и устойчивости государственного бюджета.

На состояние бюджета оказывает влияние кредитно-денежная, внешнеторговая и валютная политики. Поэтому в качестве индикаторов риска неустойчивости бюджетных систем можно рассматривать такие показатели, как внешний долг страны, международные резервы, инфляция и волатильность национальной валюты.

Высокий уровень инфляции указывает на структурную слабость в экономике и рост внутренней и внешней задолженности, что может привести к ужесточению денежно-кредитных условий [19]. Большой дефицит бюджета страны может быть одной из причин обострения инфляции.

Рост внешнего долга в процентах к ВВП иллюстрирует увеличение степени закредитованности государства и частного сектора, что повышает чувствительность внутреннего рынка и бюджетной системы к изменениям кредитно-денежной политики в других странах [20].

Высокая волатильность национальной валюты создает трудности для экспорта и импорта товаров, что отрицательно сказывается на доходах бюджета. Значительные колебания национального валютного курса могут дестабилизировать экономику вследствие спекулятивных атак на обменный курс.

Изменения в международных резервах служат индикаторами рисков внешних шоков. Увеличение данного показателя можно интерпретировать как страхование экономики и государственного бюджета от неблагоприятных изменений в условиях внешней торговли. Например, в странах — экспортерах биржевых товаров может произойти резкое изменение цен на экспортные товары, которое окажет влияние на доходы бюджета через налоговую систему и потребует использования международных резервов в целях сдерживания девальвации национальной валюты и инфляции в экономике. Но и резкое снижение международных резервов не является показателем финансовой устойчивости. Напротив, это может свидетельствовать о сильной уязвимости государства к внешним шокам.

Таким образом, можно сделать вывод, что концепция «непрямого воздействия» финансовой интеграции на макроэкономические параметры и бюджетную устойчивость развивающихся экономик, выдвинутая М. Коузом, И. Прасадом и их коллегами, получила достаточно широкое распространение и признание среди экономистов, занимающихся вопросами финансовой интеграции и финансовой глобализации. Сторонники этой концепции утверждают, что максимизация выгод от финансовой интеграции для национальных экономик в качестве обязательных условий требует развития «непрямых» каналов воздействия — финансового рынка, корпоративного и государственного управления, внешней торговли и др. — выше определенных «пороговых» уровней. Конкретные значения этих уровней устанавливаются для каждой страны отдельно на основе специальных исследований.

**Библиография**

1. Юдина И. Н. Финансовая интеграция: опыт стран с формирующимися рынками [Электронный ресурс] / Институт экономической политики им. Е. Т. Гайдара. Режим доступа: <http://www.iiep.ru/files/text/guest/yudina/bretton.pdf>.
2. Kose M. A., Prasad E. S., Rogoff K., Wei Sh.-J. Financial Globalization and Economic Policies [Электронный ресурс] // Brookings Global Economy & Development. Working Paper 34. April 2009. Режим доступа: [http://www.brookings.edu/~media/research/files/papers/2009/4/financial-globalization-prasad/04\\_financial\\_globalization\\_prasad.pdf](http://www.brookings.edu/~media/research/files/papers/2009/4/financial-globalization-prasad/04_financial_globalization_prasad.pdf).
3. Brechner R. A., Diaz-Alejandro C. F. Tariffs, Foreign Capital, and Immiserizing Growth // Journal of International Economics. 1977. № 7.
4. Stiglitz J. Capital-market Liberalization, Globalization, and the IMF // Oxford Review of Economic Policy. 2004. № 1.
5. Schoenmaker D. The financial trilemma // Economics Letters. 2011. № 111.
6. Бетмакаев А. М., Юдина И. Н. Интерпретация финансовой нестабильности и кризисов в посткейнсианской экономической теории // Terra Economics. 2014. № 3.
7. Евлахова Ю. С. Понятие финансового рынка с позиций современной теории финансов // Академия бюджета и казначейства Минфина России. Финансовый журнал. 2011. № 3.
8. Королевич О. П. Финансовая интеграция в институциональной теории и воплощение в российской практике // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2011. № 17.
9. Котова А. А. Интеграция финансового рынка России в мировую финансовую систему: проблемы, анализ, условия и тенденции // Финансы и кредит. 2012. № 44.
10. Юдина И. Н. Финансовое регулирование: цели, инструменты, охват // Финансы и кредит. 2012. № 9.
11. Шахова Г. Я., Крадинов П. Г., Маненок П. Л. Долгосрочная устойчивость бюджетной системы // Государственный университет Минфина России. Финансовый журнал. 2012. № 4.
12. Аносова Л. А., Кабир Л. С. Экономическая интеграция в современном мире и экономический регионализм // Экономика и управление. 2014. № 3.
13. Яковлев И. А., Кабир Л. С., Никулина С. И. Финансовые инициативы АСЕАН: особенности модели финансового сотрудничества стран Юго-Восточной Азии // Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал. 2016. № 4.
14. Kose M. A., Prasad E., Rogoff K., Wei Sh.-J. Financial Globalization: A Reappraisal [Электронный ресурс] // NBER Working Paper Series. Working Paper 12484, Aug. 2006. Режим доступа: <http://www.nber.org/papers/w12484>.
15. Коуз М. Э., Прасад И., Рогофф К., Вей Ш.-Цз. Финансовая глобализация: не ограничиваясь порицаниями [Электронный ресурс] / Электронный журнал Международного валютного фонда «Финансы & развитие». 2007. Март. Режим доступа: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/rus/2007/03/pdf/kose.pdf>.
16. Kose M. A., Prasad E. S., Taylor A. D. Thresholds in the Process of International Financial Integration // Brookings Global Economy & Development. Working Paper 35. May 2009.
17. Park D., Shin K. Financial Integration in Asset and Liability Holdings in East Asia [Электронный ресурс] / ADB. Working Paper Series. № 444, Aug. 2015. Режим доступа: <http://www.adb.org/sites/default/files/publication/172783/ewp-444.pdf>.
18. Товар Гарсиа Э. Д. Влияние глобализации на финансовое развитие формирующихся экономик // Государственный университет Минфина России. Финансовый журнал. 2012. № 1.
19. Gadanecz B., Jayaram K. Measures of Financial Stability — a review // Irving Fisher Committee Bulletin. 2008. Vol. 31.
20. Перспективы развития мировой экономики / Международный валютный фонд. Вашингтон, 2015.

**Авторы**



**Богачева Ольга Викторовна**, к. э. н., руководитель Центра бюджетной политики Научно-исследовательского финансового института, вед. науч. сотр. Национального исследовательского института мировой экономики и международных отношений им. Е. М. Примакова Российской академии наук (ИМЭМО РАН)  
(e-mail: bogacheva@nifi.ru)



**Смородинов Олег Владиславович**, к. э. н., ст. науч. сотр. Центра бюджетной политики Научно-исследовательского финансового института  
(e-mail: osmorodinov@nifi.ru)

---

**O. V. Bogacheva, O. V. Smorodinov**

## **Financial Integration in ASEAN: Theoretical Aspect**

### **Abstract**

Implementation of the ASEAN Economic Community Blueprint (2007–2015) has been taking place in the period when directions and scale of the financial integration effects on the key macroeconomic indicators and national budget systems stability were not completely clear neither in economic theory nor in practice. The article deals with the theoretical concept of financial integration “indirect effects” on macroeconomic and budgetary parameters in developing countries, which was put forward by a group of economists in the beginning of 2000s. The authors support the point of view according to which in order to gain positive effects of financial integration, developing countries should not only try to attract more foreign investments but also develop financial market infrastructure. Thus, the authors propose a set of criteria and indicators that are necessary to conduct complete evaluation of financial integration effects both on economic growth and national budget systems in developing countries, including ASEAN.

### **Keywords:**

ASEAN Economic Community, financial market liberalization, financial integration, globalization, threshold conditions, indirect effects, economic growth, budget system stability

**JEL:** E44, F36

**Bogacheva Olga V.**, PhD (Economics), Head of Center for Budgetary Policy, Financial Research Institute<sup>1</sup>; Leading Researcher, Primakov National Research Institute of World Economy and International Relations, Russian Academy of Sciences<sup>2</sup>  
(e-mail: bogacheva@nifi.ru)

**Smorodinov Oleg V.**, PhD (Economics), Senior Researcher, Center for Budgetary Policy, Financial Research Institute<sup>1</sup>  
(e-mail: osmorodinov@nifi.ru)

### **Authors affiliation:**

1 – Financial Research Institute, Moscow 127006, Russian Federation

2 – Primakov National Research Institute of World Economy and International Relations, Russian Academy of Sciences, Moscow 117997, Russian Federation