

©

*Осипова М.Г.*  
*ИБ РАН*

## **РЫНОК «АЗИАТСКИХ ДОЛЛАРОВ» В СИНГАПУРЕ**

Финансовая история рынков ссудного капитала не может рассматриваться в отрыве от экономической истории, в отрыве от истории экономической мысли. Непосредственной причиной подвешенного состояния экономики в 2008-2009 гг. была – финансовая (по своему происхождению): произошло внезапное сокращение кредитных рынков, вызванное лавинообразным ростом отказов платить долги. Мировая финансовая система обросла огромным количеством сложнейших взаимосвязей, что привело к тому, что после трех столетий непрерывного расслоения сегодня мир уже нельзя аккуратно разделить на богатые развитые страны, с одной стороны и бедные, развивающиеся – с другой. Чем всеохватней становятся мировые финансовые рынки, тем больше возможностей для заработка они дают финансово грамотным людям, проживающим в самых различных странах.

Путь финансовых рынков всегда извилист. С 1930-х по конец 1960-х международные финансовые рынки и идея финансовой глобализации находились в состоянии застоя. Американский экономист Артур Блумфельд писал в 1946 г.: «И ученые и банкиры, в общем, согласны, что прямой контроль над движением капитала, особенно над спекулятивным капиталом, на долгие годы будет желательным для многих стран. Эта смена доктрины – прямое следствие разрешительных последствий движений капиталов в межвоенные годы».<sup>1</sup>

В июле 1944 г. в местечке Бреттон-Вудс в американском штате Нью-Хемпшир, под руководством одного из создателей новой финансовой системы Джона Мейнарда Кейнса, приступили к созданию новой финансовой системы мирного времени. Контроль над движением капитала должен был сделаться неотъемлемой частью послевоенного устройства мира. Крупные фи-

нансовые средства пересекали границы стран только в рамках правительственных расчетов.

К концу 40-х годов свободная торговля была восстановлена, а свободное движение капитала – нет. Но в самой Бреттон-Вудской системе крылся принципиальный изъян. Попытки воспроизвести план Маршалла в виде межправительственной экономической помощи потерпел полное фиаско в развивающихся странах. В рамках программы помощи, предлагавшихся Уолтом Ростоу и другими экономистами, бедные страны получили значительную часть финансовых средств, но большая часть этой помощи была пущена на ветер или попросту расхищена. Насколько Бреттон-Вудская система оказалась полезной в вопросах экономического восстановления государств, пострадавших во время Второй Мировой войны, настолько она разочаровала инвесторов, желавших вкладывать капитал в иностранные проекты. С одной стороны, она позволила правительствам поставить во главу угла полную занятость, подчинив этой задаче монетарную политику. Но, с другой стороны, она же создала потенциальные конфликты между фиксированным обменным курсом и независимой валютной политикой, направленной на решение внутренних проблем. По сегодняшним меркам дефицит американского бюджета в 1960-х гг. был крайне малым. Но и его хватило, чтобы вызвать упреки и недовольство со стороны французских властей. Это недовольство сводилось к тому, что американские власти беспрепятственно «чеканили деньги», злоупотребляя положением страны с резервной валютой в обращении.

Окончательно разрушило Бреттон-Вудскую систему решение администрации Ричарда Никсона (1971 г.) полностью отказаться даже от формальной возможности золотого покрытия доллара.<sup>2</sup> Когда арабские страны объявили Западу нефтяное эмбарго, центробанки большинства стран ответили на скачок цен ослаблением кредитной политики. Это привело к кризису и инфляции, то есть ровно к тому, о чем предупреждал генерала де Голля его экономический советник Жак Рюфф.<sup>3</sup>

Валюты пустились в свободное плавание, расцвел рынок внешних заимствований, и в 1970-е годы частные капиталы свободно потекли через границы. Западные банки наперегонки бро-

сились осваивать поток нефтедолларов, обрушившийся на арабские страны. Вот в этих условиях и начал развиваться созданный в самом конце 60-х годов финансовый рынок в Сингапуре. Его называли рынком «азиатских долларов», по аналогии с рынком евродолларов.

Сингапур занимает совершенно особое место среди стран не только Юго-Восточной Азии, но, пожалуй, среди всех стран мира. Это обусловлено его географическим положением, особенностью хозяйственной деятельности, историческими и демографическими факторами, а также его политической ролью в регионе.

Развитие банковской системы в Сингапуре началось еще в первой половине XIX века, в 1840 г., когда было открыто первое отделение английского банка «Юнион бэнк оф Калькатта». Вслед за ним другие иностранные банки, преимущественно английского происхождения, открывали в Сингапуре свои отделения для обслуживания реэкспортной торговли. В результате чего Сингапuru досталась в наследство от его колониального прошлого довольно развитая сеть банковского сектора, с квалифицированным персоналом.

Однако, начиная с 1965 г., когда правительство страны начало проводить экономические реформы, предусматривающие экономическое преобразование страны из центра реэкспортной торговли в регионе Юго-Восточной Азии в промышленно-индустриальное государство, то существующая банковская инфраструктура также потребовала реорганизации. Существовавшая банковская сеть была ориентирована исключительно на обслуживание торговых операций и совсем не отвечала задачам, поставленным Партией Народного Действия по экономическому развитию страны.

Поскольку проведение индустриализации в таких огромных масштабах потребовало привлечение в страну значительных иностранных инвестиций, то требовалось, в первую очередь, проведение либерализации не только налогового законодательства в отношении инвестиций в сферу производства, но и банковского сектора экономики.

С этой целью, начиная с 1968 г. были последовательно отменены все налоги на доходы, выплачиваемые по банковским

счетах нерезидентов (иностранных владельцев). А налог на прибыль банков от их заграничных операций был снижен с обычной ставки в 40% до 10%. Был принят ряд еще других специальных мер, которые стимулировали приток в страну таких иностранных банков, чья деятельность ориентировалась на финансирование промышленного сектора экономики.

Правящими кругами Сингапура проводилась политика строгого надзора над соблюдением финансового законодательства, осуществляющего контроль над либерализацией иностранного капитала.

Государство Сингапур не обладало многолетним опытом Гонконга, финансового оффшорного центра с многолетними традициями международных банковских операций. В 1968 г. Сингапур еще не имел репутации развитого государства. Необходимо было убедить иностранные банки и финансовые институты в том, что Валютное Управление Сингапура и Валютный комитет сумеют осуществлять контрольные функции в сфере банковской индустрии. История создания финансового центра в Сингапуре – это история формирования кадровой политики в валютно-финансовой сфере. В отличие от Гонконга, Сингапур не мог опереться на репутацию лондонского Сити, признанного финансового центра с многолетними традициями международных банковских операций. Правительство Сингапура не могло рассчитывать на поддержку со стороны «Бэнк оф Ингланд», являвшегося символом стабильности и пользовавшегося доверием клиентов, сотрудники которого имели репутацию финансовых экспертов. В 1968 г. Сингапур был государством «третьего мира». Необходимо было убедить зарубежных банкиров в наличии стабильных социальных условий, хороших условий для работы и жизни, эффективной инфраструктуры, достаточного количества квалифицированных и хорошо адаптирующихся к новым условиям профессионалов.

Правящим кругам государства нужно было еще доказать финансовому сообществу, что Валютный комитет (Currency Board) и Валютная Администрация Сингапура (Monetary Authority of Singapore) окажутся дееспособными, чтобы осуществлять надзор за банковской индустрией.

В 1965 г., вскоре после обретения независимости, руководство страны пришло к такому заключению, что в Сингапуре не должно быть центрального банка, который мог бы осуществлять денежную эмиссию. Одной из наиважнейших задач оказалась тенденция защищать от обесценивания национальную валюту, относительно валют больших государств, особенно доллара США. В результате оказалась построенной такая валютная система, при которой Валютный комитет выпускал в обращение сингапурские доллары только в том случае, если они были обеспечены эквивалентной суммой в иностранной валюте. ВАС (Валютная Администрация Сингапура) располагала всеми полномочиями центрального банка, за исключением права осуществлять денежную эмиссию.

Начало деятельности рынка «азиатских долларов» было более, чем скромным: он являлся всего лишь аналогом рынка «евродолларов»

В самом начале деятельность банков и финансовых институтов на азиатском офшорном долларовом рынке была весьма незначительной. Этот рынок являлся аналогом рынка «евродолларов», и об этом свидетельствовало его название: рынок «азиатских долларов» (Asian dollar market).

Первоначально функционирование финансового рынка сводилось к операциям по привлечению фондов зарубежных банков в иностранной валюте для кредитования банков стран региона, и наоборот. Впоследствии, рынок «азиатских долларов» перешел к торговле иностранными валютами, фьючерсами и опционами, ценными бумагами, деноминированными в иностранной валюте, проводил синдицирование займов<sup>4</sup>, выпускал облигации и управлял инвестиционными фондами.

В 1997 г. объем операций на рынке «азиатских долларов» превысил 500 миллиардов долларов США, что было примерно втрое больше размеров внутреннего банковского рынка Сингапура.

Темпы роста были впечатляющими, ибо этот рост был вызван потребностями рынка. По мере того, как международная торговля и инвестиции принимали глобальный характер, охватывая Азию и Сингапур, как один из ключевых узлов региона,

объем международных финансовых операций возрастал соответственно.

«Доктор Винсемиус вспоминал, как в 1968 г. он позвонил своему другу, вице-президенту сингапурского отделения «Бэнк оф Америка» (Bank of America), который был тогда в Лондоне: «Господин Ван Онен (Van Oenen), мы (Сингапур) хотим в пределах следующих 10 лет стать финансовым центром Юго-Восточной Азии». Ван Онен тогда ответил: «Хорошо, приезжайте в Лондон. Вы сможете добиться этого в течение 5 лет». Винсемиус немедленно выехал в Лондон, где Ван Онен подвел его к большому глобусу, стоявшему в зале заседаний, и сказал: «Взгляните: финансовый мир начинается в Цюрихе. Банки Цюриха открываются в 9:00 утра, чуть позже открываются банки во Франкфурте, еще позже – в Лондоне. После обеда банки в Цюрихе закрываются, затем закрываются банки во Франкфурте и в Лондоне. В это время банки в Нью-Йорке еще открыты. Таким образом, Лондон направляет финансовые потоки в Нью-Йорк. К тому времени, когда после обеда закроются нью-йоркские банки, они уже переведут финансовые потоки в Сан-Франциско. К тому времени как закроются банки в Сан-Франциско, до 9:00 утра швейцарского времени, когда откроются швейцарские банки, в финансовом мире ничего не происходит. Если мы расположим Сингапур посередине, то, до закрытия банков в Сан-Франциско, Сингапур сможет принять от них эстафету, а когда закроются банки в Сингапуре, они смогут перевести финансовые потоки в Цюрих. Таким образом, впервые в истории, станет возможным глобальное круглосуточное банковское обслуживание». По просьбе Винсемиуса Ван Онен изложил свои соображения на бумаге и послал Хон Суй Сэну, председателю УЭР, игравшему роль связного между Винсемиусом и мной. Суй Сен встретился со мной, чтобы предложить полностью отменить контроль и ограничения на операции с иностранной валютой, осуществлявшиеся между Сингапуром и государствами, лежащими за пределами «стерлинговой зоны». Мы все еще были частью «стерлинговой зоны», и это требовало от нас осуществления валютного контроля. Суй Сен обсудил с представителем «Бэнк оф Инглан» (Bank of England) возможность перехода к использованию Сингапуром корзины иностранных валют, напо-

добие Гонконга, что позволило бы нам участвовать в операциях на рынке «азиатских долларов». Ему ответили, что использование такой системы в Гонконге было обусловлено историческими причинами, и что в этом случае Сингапуру, возможно, пришлось бы покинуть «стерлинговую зону». Я решил, что такой риск был оправдан и дал распоряжение Суй Суну приступить к делу. «Бэнк оф Инглант» не настаивал на нашем выходе из «стерлинговой зоны», но, в любом случае, через четыре года Великобритания вынуждена была ликвидировать ее», – так вспоминал о создании рынка «азиатских долларов Ли Куан Ю в своих мемуарах «Сингапурская история: из третьего мира в первый».

Служащие ВАС профессионально осуществляли финансовый надзор, работая в соответствии с законами, правилами и инструкциями, которые периодически пересматривались, чтобы поспевать за развитием финансовой сферы. Доверие к честности и компетенции собиралось по крохам. История происхождения сингапурского финансового центра – это история укрепления доверия к государству Сингапур.

В период 1968-1985 гг. у рынка «азиатских долларов» не было конкурентов в странах региона. Были привлечены к работе на рынке международные финансовые институты, а отмена налога на вывоз доходов, полученных вкладчиками – нерезидентами укрепляла финансовые активы рынка. Все депозиты, деноминированные в «азиатских долларах», не учитывались при расчете нормативов ликвидности и банковских резервов. К 90-ым годам Сингапур уже превратился в одного из крупнейших финансовых центров мира.

А в самом начале 2013 г. по объему валютных операций Сингапур уступал только Лондону, Нью-Йорку и лишь немного отставал от Токио.

Успех развития финансового центра в Сингапуре побудил другие страны региона, начиная с середины 80-х годов, развивать собственные международные финансовые центры, зачастую предлагая еще более щедрые налоговые льготы.

Фундаментом для развития сингапурского финансового центра было соблюдение принципа верховенства закона, существование независимого суда и стабильного, компетентного и честного правительства, проводившего разумную макроэконо-

мическую политику, практически ежегодно сводя бюджет с положительным сальдо платежного баланса. В результате – сингапурский доллар превратился в стабильную и сильную валюту, что предотвращало импорт инфляции.

Следующим этапом в развитии финансового рынка в Сингапуре была организация Сингапурской международной денежно – кредитной биржи (Singapore International Monetary Exchange).

В 1984 г. биржа золота Сингапура (Gold Exchange of Singapore) начала, кроме золотых фьючерсных контрактов, торговать финансовыми фьючерсными контрактами.

В 1984 г. на бирже начались торги фьючерсными контрактами на ставку процента по займам в «евродолларах», а вскоре после этого – в «евроиенах». К 1998 г. уже стали проводиться торги по целому ряду региональных фьючерсных контрактов, включая фьючерсные контракты на индексы фондовых рынков Японии, Тайваня, Сингапура, Таиланда и Гонконга.

Финансовые резервы, сбережения в Центральном фонде социального обеспечения и финансовые излишки бюджета возрастали, между тем как на финансовом рынке не осуществлялось инвестирование этих средств в наиболее высокотехнологичные проекты.

В мае 1981 г. была сформирована Инвестиционная корпорация правительства Сингапура.

В начале своей деятельности инвестиционная корпорация занималась размещением исключительно только правительственных финансовых ресурсов. К 1987 г. корпорация уже была способна взять на себя управление валютными резервами Сингапура (The Board of Commissioners for Currency of Singapore), а также долгосрочными активами Валютного Управления Сингапура.

В 1997 г. в ее управлении находилось более 120 миллиардов сингапурских долларов. Главной проблемой, которая решалась инвестиционной корпорацией, было распределение инвестиций между акциями, облигациями (в основном правительственных займов разных стран) и наличными деньгами.

Существует немало исследований, описывающих принципы работы фондового рынка, но в них нельзя найти ничего

определенного по поводу изменения стоимости активов в будущем, не говоря уже об обеспечении определенного уровня их доходности. В условиях значительных колебаний рынка, имевших место в 1997–1998 гг., инвестиционная корпорация могла бы заработать или потерять несколько миллиардов долларов только в результате колебаний курса иены и марки по отношению к доллару США. Инвестирование капитала – опасный бизнес. Главной целью деятельности инвестиционной корпорации было не столько достижение максимального дохода на инвестиции, сколько сохранение стоимости сбережений и обеспечение определенного уровня дохода на инвестиции. За 15 лет, прошедших с 1985 г., инвестиционной корпорации удалось добиться результатов, превосходящих сопоставимые международные показатели инвестиционной деятельности и приумножить стоимость внутренних активов.

Тем не менее, сравнивая Сингапур с Гонконгом, инвесторы считали такое финансовое регулирование чрезмерным. По мнению некоторых аналитиков «в Гонконге было разрешено все, что не было запрещено, а в Сингапуре было запрещено все, что не было разрешено». Они забывали, что Гонконг находился под британской юрисдикцией и мог полагаться на поддержку «Бэнк оф Ингланд». Сингапур, у которого такого страхового полиса не было, не смог бы так легко оправиться в случае серьезного финансового кризиса. Иностранные банкиры, которые доводили свое мнение до руководства государства Сингапур, обычно говорили, что финансовый рынок Сингапура мог бы развиваться быстрее, если бы существовало разрешение на внедрение новых видов финансовых инструментов и операций, не дожидаясь их проверки и испытания на других рынках.

После того, как с поста премьер – министра, в 1990 г., ушел бессменный лидер государства Сингапур Ли Куан Ю, он стал больше внимания уделять именно развитию банковского сектора экономики.

Лим Хо Ки – проницательный, преуспевающий валютный дилер, управлявший крупным иностранным банком в Сингапуре неоднократно высказывал свое особое мнение о пересмотре слишком осторожной валютной политики, которая не давала

рынку «азиатских долларов» возможность расширяться и выходить на уровень более развитых финансовых центров мира.

В течение более чем трех десятилетий проводилась политика ограничения доступа иностранных банков на внутренний рынок. Теперь пришло время позволить участникам международного финансового рынка осуществлять свою деятельность в рамках финансового центра в Сингапуре. Начиная с 1994 г., начала проводиться политика по привлечению инвестиций для направления их в отрасли информационных технологий.

Именно в этот период в мировой финансовой системе происходили очень серьезные изменения, связанные с информационными технологиями.

Правительственные круги изменили свой подход к финансовому регулированию и стали проводить его несколько мягче, сделались более открытыми для представителей международных финансовых кругов. С помощью консультантов и отраслевых комитетов были проведены изменения в политике, которые оказали влияние на все части финансового сектора.

Эти изменения способствовали развитию деятельности по управлению финансовыми активами. Валютная Администрация Сингапура способствовала слиянию Фондовой биржи и Фьючерсной биржи Сингапура, а также отмене фиксированных комиссий на биржевую торговлю и обеспечению свободного доступа к биржевым торгам.

Иностранным инвесторам был открыт доступ на внутренний финансовый рынок, что позволило иностранным банкам, открывать филиалы и устанавливать банкоматы. ВАС также отменило ограничения на долю иностранной собственности в капитале местных банков, в то же время, потребовав от банков организовать в составе правлений банков комитеты, как это делается в американских банках. Эти комитеты представляют кандидатуры членов правлений банков и ключевых руководителей, чтобы гарантировать назначение на эти должности способных людей, которые заботились бы об интересах всех акционеров, а не только собственников, владеющих контрольным пакетом акций.

Банки считали, что более мягкий подход ВАС к осуществлению финансового надзора позволит им более успешно предла-

гать на рынке новые финансовые продукты. Наверное, следовало провести эти изменения раньше. Но только после того, как ВАС продемонстрировала, что устойчивость нашей финансовой системы достаточна для преодоления финансовых кризисов 1987 г. и 1997–1998 гг., появились объективные предпосылки к переходу к такой системе, когда «разрешено все, что не запрещено».

Однако, осторожный подход, реализуемый прежде, помог стране пережить финансовый кризис, разразившийся в Юго-Восточной Азии в 1997–1998 гг. Сингапурские банки не потеряли своих активов, а фондовый рынок не «просел».

Начиная с июля 1997 г., когда девальвация тайландского бата послужила началом финансового кризиса в Восточной Азии, валюты, фондовые рынки и экономики стран региона прошли через полосу разрушения. Но ни один банк в Сингапуре не зашатался. Инвесторы торопились покинуть страны с развивающейся экономикой (emerging markets), в число которых входил и Сингапур. В тот момент, когда управляющие инвестиционными фондами более всего опасались скрытых ловушек, им была предоставлена вся полнота имеющейся информации.

Чтобы позволить инвесторам лучше оценить стоимость сингапурских активов, было принято решение о прекращении банками практики создания скрытых резервов и утаивания информации о невозврате кредитов. Банки заранее создали значительные резервы на случай невозврата кредитов, выданных клиентам из стран региона, не дожидаясь, пока невозврат кредитов станет свершившимся фактом. В результате этих разумных и компетентных мер, принятых ВАС для преодоления кризиса, Сингапур консолидировал свои позиции в качестве международного финансового центра.

Значительным сегментом современного мирового валютного рынка является рынок «азиатских долларов», с его интенсивно развивающимися рынками «азиавалют» и «азиакапиталов», возникших в конце 70-х гг. В результате политики либерализации, проводимой с начала 90-х гг., в регионе Юго-Восточной Азии, на рынке «азиатских долларов», происходит значительное расширение объема проводимых на рынке операций, несмотря

на начавшийся во втором полугодии 2007 г. финансовый и кредитный кризисы во всех основных регионах мира.

Современный финансовый мир во многом определяется не столько экономическими законами, сколько спекулятивной анархией, производимой свободно плавающими курсами. В этих условиях несколько иначе выглядит то, что происходит на рынке «азиатских долларов». Количественные изменения в объеме рынка (от 30,5 млн. ам.долл. в 1968 г., до 850 млрд. ам.долл. в 1985 г. и до 1.467 млрд.ам. долл. в 2013 г.)<sup>5</sup> привели к его качественному преобразению. Рынок ссудного капитала в Сингапуре перестал быть «нетто-экспортером» финансовых средств в европейские страны, а стал во все большей степени трансформироваться в рынок долго- и средне- срочных кредитов, используемых на месте, в регионе Восточной и Юго-Восточной Азии. Это позволяет удовлетворить финансовые потребности стран региона и содействует значительному улучшению платежного баланса не только самого Сингапура, но и практически всех стран в регионе.

---

<sup>1</sup> Rawi Abdelal, *Capital Rules: The Construction of Global Finance* London 2007, p.45

<sup>2</sup> Michael Bordo, "The Bretton Woods International Monetary System: a Historical Overview". London, 1993. Pp.3-98

<sup>3</sup> Christofer S. Chivis, "Charles de Gaulle, Jacques Rueff and French International Monetary Policy under Bretton Woods". London, 2006. Pp.701-706

<sup>4</sup> синдицированный заем это предоставление заема несколькими банками или другими кредитными институтами.

<sup>5</sup> *Economic survey of Singapore 2013*, Singapore 2014, p.120.