

НАЦИОНАЛЬНЫЕ ВАЛЮТЫ ВО ВЗАИМОРАСЧЕТАХ В РАМКАХ ЕАЭС: ПРЕПЯТСТВИЯ И ПЕРСПЕКТИВЫ



НАЦИОНАЛЬНЫЕ ВАЛЮТЫ ВО ВЗАИМОРАСЧЕТАХ В РАМКАХ ЕАЭС: ПРЕПЯТСТВИЯ И ПЕРСПЕКТИВЫ

Доклад № 48

 **Евразийский Банк Развития**

Центр интеграционных исследований

Санкт-Петербург

2018

УДК 331.556.4-027.541
ББК 6.0.7.65.7.65.9.67.412.1

Главный редактор серии докладов ЦИИ ЕАБР:
Выпускающий редактор:
Литературный редактор:
Корректор:
Верстка:

Е.Ю. Винокуров, д.э.н.
А.А. Исакова
Л.О. Тамазова
С.Г. Тараканов
М.А. Тринда

Авторы: **Ю.А. Данилов**, к.э.н., **О.В. Буклемишев**, к.э.н.,
В.П. Седнев (МГУ им. М.В. Ломоносова), **Д.А. Коршунов**, МВА (ЦИИ ЕАБР)

Руководитель проекта — **Д.А. Коршунов**, МВА (ЦИИ ЕАБР), korshunov_da@eabr.org.

Национальные валюты во взаиморасчетах в рамках ЕАЭС:
препятствия и перспективы. — СПб.: ЦИИ ЕАБР, 2018. — 76 с.

ISBN 978-5-906157-42-3

Доклад посвящен проблемам и перспективам использования национальных валют во взаиморасчетах между странами ЕАЭС. Анализ результатов специально проведенных глубинных интервью с респондентами, представляющими бизнес, регулирующие органы и экспертное сообщество стран ЕАЭС, показывает, что основные барьеры, препятствующие более широкому использованию национальных валют, носят экономический характер, кроме того, существуют политические и нормативно-регуляторные ограничения. На основе всестороннего анализа ситуации и предложений респондентов сформулированы рекомендации по усилению роли национальных валют во взаиморасчетах между странами ЕАЭС: обеспечение прозрачности и планового характера интеграции, включая повышение согласованности макроэкономической политики; разработка и реализация совместных инвестиционных проектов; развитие приграничного сотрудничества; ускорение развития и гармонизации финансовых рынков; повышение уровня защиты предпринимателей, акционеров и инвесторов; реализация программ кредитования и хеджирования операций в национальных валютах; дедолларизация капитальных операций государств ЕАЭС и их трансграничных расчетов; расширение мандата финансовых институтов, вовлеченных в интеграционные процессы. Подчеркивается, что директивный подход, направленный на увеличение доли расчетов в национальных валютах, контрпродуктивен, а позитивный результат может быть достигнут лишь путем сокращения транзакционных издержек при их использовании за счет органичного роста, укрепления экономик стран ЕАЭС и углубления интеграции.

Электронная версия доклада доступна на сайте Евразийского банка развития:
<https://eabr.org/analytics/integration-research/cii-reports/>.

УДК 331.556.4-027.541
ББК 6.0.7.65.7.65.9.67.412.1

ISBN 978-5-906157-42-3

© Евразийский банк развития, 2018

Центр интеграционных исследований Евразийского банка развития

191014, Россия, Санкт-Петербург, ул. Парадная, 7

Тел. +7 (812) 320-44-41, факс +7 (812) 329-40-41, e-mail: centre@eabr.org, www.eabr.org

Дизайн, верстка и подготовка к печати: Дизайн-студия «Аэроплан». Санкт-Петербург, ул. Заозерная, 8 «А», www.airoplan.ru

При перепечатке, микрофильмировании и других формах копирования обзора ссылка на публикацию обязательна.
Точка зрения авторов не обязательно отражает официальную позицию Евразийского банка развития.

Подписано в печать 09.01.2018.

Гарнитура Helvetica, Petersburg. Формат 205x260 мм. Тираж 400 экз.

Отпечатано в типографии «ПСП». 192236, Россия, Санкт-Петербург, ул. Белы Куна, 32

СОДЕРЖАНИЕ

АКРОНИМЫ И СОКРАЩЕНИЯ	5
РЕЗЮМЕ	6
ВВЕДЕНИЕ	14
1. ТЕОРЕТИКО-ЭМПИРИЧЕСКИЙ КОНТЕКСТ И МЕТОДОЛОГИЯ ИССЛЕДОВАНИЯ	16
Теория множественности используемых денежных единиц	16
Текущее состояние использования валют стран ЕАЭС	17
Методология исследования	24
2. ОСНОВНЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ ПРОВЕДЕННОГО ОПРОСА	27
Оценка информационной открытости	27
Последствия валютного кризиса 2014–2015 годов и ожидание новых валютных дестабилизаций	28
Парадокс среднесрочных ожиданий	29
Принцип «органичного роста». Запрос на стратегию интеграции	30
Поиск дополнительных драйверов интеграции	31
Оценка ограничителей и препятствий	33
Факторы усиления роли национальных валют	35
Инициативы и предложения по совершенствованию нормативно-правовой базы	39
Ожидания экономического сообщества в отношении ЕАБР	41
3. ФУНДАМЕНТАЛЬНЫЕ ПРИЧИНЫ ФОРМИРОВАНИЯ ПРЕПЯТСТВИЙ ДЛЯ УСИЛЕНИЯ РОЛИ НАЦИОНАЛЬНЫХ ВАЛЮТ СТРАН ЕАЭС И ВОЗМОЖНОСТИ ИХ ПРЕОДОЛЕНИЯ	46
Классификация препятствий	46
Экономические препятствия	48
Препятствия политического характера	53
Юридические препятствия	55
4. АНАЛИЗ ТЕКУЩЕГО СОСТОЯНИЯ ФИНАНСОВОГО РЫНКА ЕАЭС	57
5. ПРЕДЛОЖЕНИЯ ПО РАЗРАБОТКЕ МЕР, НАПРАВЛЕННЫХ НА РАЗВИТИЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ ЕАЭС И УСИЛЕНИЕ РОЛИ НАЦИОНАЛЬНЫХ ВАЛЮТ	66
ЗАКЛЮЧЕНИЕ	70
СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ	72
ПРИЛОЖЕНИЕ. РЕКОМЕНДУЕМЫЕ ДЛЯ РЕАЛИЗАЦИИ МЕРЫ ПО УСИЛЕНИЮ РОЛИ НАЦИОНАЛЬНЫХ ВАЛЮТ СТРАН ЕАЭС ВО ВНЕШНЕЭКОНОМИЧЕСКИХ ОПЕРАЦИЯХ	

СПИСОК РИСУНКОВ И ТАБЛИЦ

Рисунок А1. Структура биржевого оборота в странах ЕАЭС в 2016 году, %	8
Рисунок А2. Баланс ответов респондентов на вопрос «Как будет меняться доля национальных валют в платежах ЕАЭС в среднесрочной перспективе?», %	9
Рисунок А3. Распределение ответов на вопрос об основных препятствиях для роста роли национальных валют стран ЕАЭС, %	11
Рисунок А4. Распределение ответов на вопрос о важнейших факторах усиления роли национальных валют стран ЕАЭС во внешнеэкономических операциях, %	11
Рисунок 1. Валютная структура поступлений и платежей по внешней торговле государств — членов ЕАЭС во все страны мира, %	18
Рисунки 2–9. Валютная структура переводов физических лиц в Россию и из России, % (в региональном разрезе)	20
Рисунок 10. Распределение ответов на вопрос «В полной ли мере преодолены последствия валютного кризиса 2014–2015 годов?», %	29
Рисунок 11. Распределение ответов на вопрос «Есть ли основания ожидать в среднесрочной перспективе новых кризисов на валютных рынках ЕАЭС?», %	29
Рисунок 12. Распределение ответов на вопрос «Как будет меняться доля национальных валют в платежах ЕАЭС в среднесрочной перспективе?», %	30
Рисунок 13. Распределение ответов на вопрос об основных препятствиях для усиления роли национальных валют стран ЕАЭС, %	33
Рисунок 14. Распределение ответов на вопрос о важнейших факторах усиления роли национальных валют стран ЕАЭС во внешнеэкономических операциях, %	36
Таблица А1. Валютная структура платежей за экспорт и импорт товаров и услуг между государствами — членами ЕАЭС (за период, %)	6
Таблица 1. Функции валют в их международном использовании	16
Таблица 2. Валютная структура платежей за экспорт и импорт товаров и услуг между государствами — членами ЕАЭС (за период, %)	19
Таблица 3. Доля расчетов в национальных валютах стран ЕАЭС в общем объеме расчетов, %	24
Таблица 4. Суммарная стоимость активов банков по странам Союза и в ЕАЭС в целом, \$ млрд	58
Таблица 5. Соотношение активов банков и ВВП по странам ЕАЭС, %	58
Таблица 6. Суммарная стоимость активов страховых организаций по странам Союза и в ЕАЭС в целом, \$ млрд	58
Таблица 7. Соотношение активов страховых организаций и ВВП по странам ЕАЭС, %	58
Таблица 8. Капитализация рынков акций по странам ЕАЭС, \$ млрд	59
Таблица 9. Соотношение капитализации рынков акций и ВВП по странам ЕАЭС, %	59
Таблица 10. Объем биржевой торговли акциями по странам ЕАЭС, \$ млрд	59
Таблица 11. Объем валютных торгов в странах ЕАЭС, \$ млрд	60
Таблица 12. Соотношение объема биржевой торговли акциями и капитализация рынков акций по странам ЕАЭС, %	60
Таблица 13. Структура биржевого оборота в странах ЕАЭС, %	62
Таблица 14. Доля России в совокупном объеме финансового сектора ЕАЭС, %	63
Таблица 15. Значения коэффициента финансовой структуры по странам ЕАЭС	65

АКРОНИМЫ И СОКРАЩЕНИЯ

АО	– акционерное общество
АПК	– агропромышленный комплекс
БВФБ	– Белорусская валютно-фондовая биржа
ВВП	– валовой внутренний продукт
ЕАБР	– Евразийский банк развития
ЕАЭС	– Евразийский экономический союз
ЭК	– Евразийская экономическая комиссия
КНР	– Китайская Народная Республика
КР	– Кыргызская Республика
МВФ	– Международный валютный фонд
МСБ	– малый и средний бизнес
ПАО	– публичное акционерное общество
ПИИ	– прямые иностранные инвестиции
РА	– Республика Армения
РБ	– Республика Беларусь
РК	– Республика Казахстан
РФ	– Российская Федерация
СКВ	– свободно конвертируемая валюта
СМИ	– средства массовой информации
СНГ	– Содружество Независимых Государств
США	– Соединенные Штаты Америки
ТНК	– транснациональная корпорация
ЦИИ ЕАБР	– Центр интеграционных исследований ЕАБР
BIS	– Банк международных расчетов (Bank for International Settlements)
FDI	– индекс финансового развития (Financial Development Index)
FSR	– коэффициент финансовой структуры (Financial Structure Ratio)
KASE	– Казахстанская фондовая биржа (Kazakhstan Stock Exchange)
MOEX	– Московская биржа (Moscow Exchange)

Резюме

Цель настоящего исследования — выявить регуляторные, институциональные, экономические и другие ограничения для использования национальных валют ЕАЭС в расчетах, а также подготовить на этой основе предложения по совместным мероприятиям ЕАБР, ЕЭК и центральных (национальных) банков государств — членов ЕАЭС на среднесрочную перспективу с целью разработки мер по усилению роли национальных валют во взаиморасчетах в рамках Союза. Были проведены опросы в форме глубинных интервью с представителями бизнеса, национальных и наднациональных регуляторов и экспертного сообщества. Опрошены 42 респондента из России, Казахстана, Беларуси, Армении, Кыргызстана и Таджикистана, в том числе представляющие международные организации и крупный бизнес.

Авторы выражают искреннюю благодарность всем участникам интервью за содействие в решении задач настоящего исследования. При изложении результатов опроса мы будем ссылаться на мнения отдельных респондентов, приводя их в виде цитат, выделенных курсивом и взятых в кавычки.

Использование национальных валют ЕАЭС вместо резервных во взаимных сделках устраняет для многих предпринимателей нежелательные валютные риски, сокращает экономические и регуляторные барьеры для участия во внешнеэкономических операциях, содействует укреплению макроэкономической стабильности, а также развитию национальных финансовых рынков и посредников.

В последние годы отмечается увеличение доли национальных валют, среди которых преобладает российский рубль, в обороте между участниками ЕАЭС. Тем не менее на резервные валюты (доллар и евро) по-прежнему приходится около четверти внешнеторгового оборота (см. таблицу А1).

Таблица А1.
Валютная структура платежей за экспорт и импорт товаров и услуг между государствами — членами ЕАЭС (за период, %)

Взаимные платежи государств — членов ЕАЭС	2013	2014	2015	2016
в армянских драмах	0.1	0.1	0.1	0.1
в белорусских рублях	0.4	0.3	0.5	0.4
в казахстанских тенге	0.4	0.5	1.1	0.7
в кыргызских сомах	0.0	0.0	0.0	0.0
в российских рублях	61.8	67.4	68.0	74.1
в долларах США	30.3	26.3	25.0	19.3
в евро	6.8	5.2	5.1	5.2
в других валютах	0.2	0.2	0.2	0.2

Источник: Евразийская экономическая комиссия.

Аналогичная динамика наблюдается в валютной структуре переводов физических лиц, где естественные транзакционные преимущества рубля и других национальных валют выходят на первый план по мере стабилизации макроэкономической ситуации. Важен фактор степени интеграции: по своему значению в совокупных платежах для России рубль уступает доллару и фактически соответствует евро; в зоне СНГ между рублем и долларом существует стабильный паритет, тогда как в ЕАЭС рубль контролирует уже две трети рынка, а в Таджикистане — свыше 80%.

Вместе с тем доллар США остается доминирующей валютой при оплате товаров и услуг между государствами ЕАЭС, *исключая* Россию. В частности, в расчетах Республики Беларусь со странами ЕАЭС, кроме России, на него приходится порядка 50%, в расчетах между Республикой Казахстан и Кыргызской Республикой — около 80%. Это серьезный резерв для повышения значимости национальных валют в расчетах, на который следует обратить внимание, разрабатывая соответствующую программу мер.

Согласно данным опросов, основными препятствиями для увеличения доли локальных валют в расчетах являются: низкая ликвидность рынка конверсионных операций в локальных валютных парах, отсутствие инструментов, хеджирующих валютные риски, отсутствие кредитов по торговому финансированию в локальных валютах, что приводит к дополнительным издержкам участников внешнеторговой деятельности, а также создает для них дополнительные неконтролируемые риски.

На текущий момент большинство национальных финансовых рынков отличаются низкой емкостью и ликвидностью, а также в ряде случаев отсутствие важных сегментов, необходимых для эффективной поддержки усиления роли национальных валют (рисунок А1).

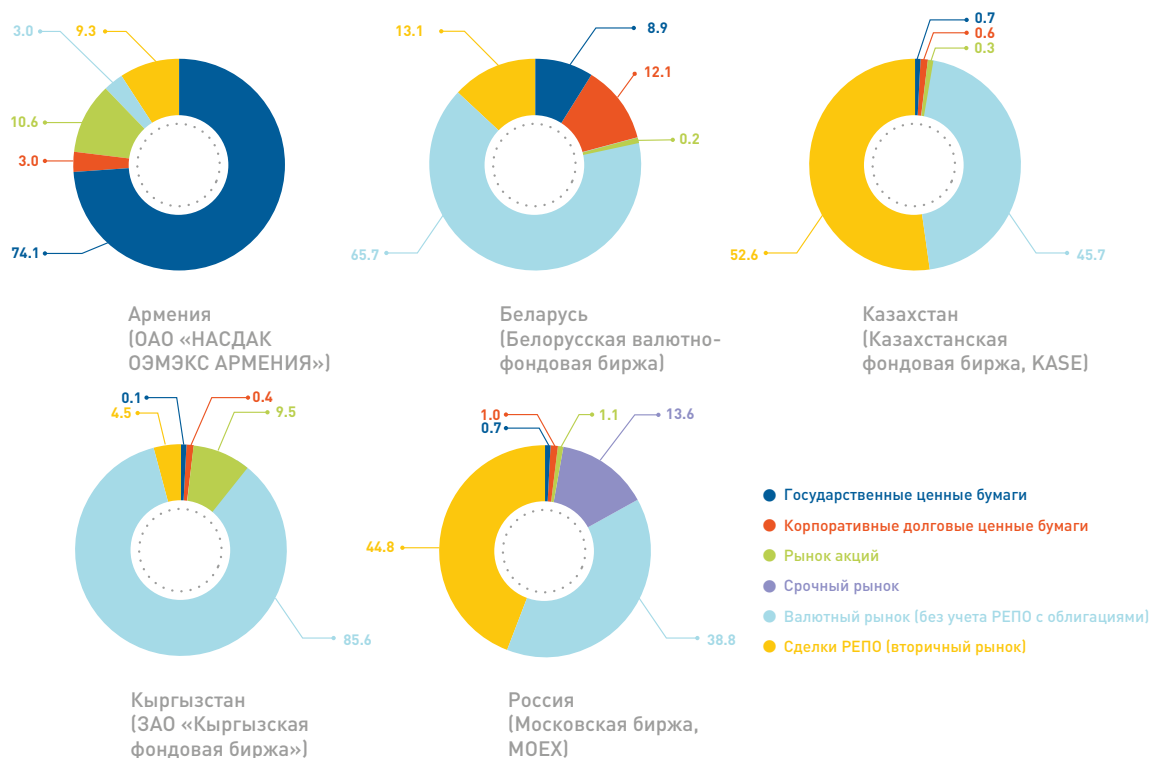
Из всех стран ЕАЭС биржевой срочный рынок, на котором теоретически могут быть внедрены механизмы хеджирования валютных рисков по операциям с использованием валют стран Союза, существует в России, Армении и Казахстане. Но даже в структуре биржевых срочных рынков России и Армении отсутствуют инструменты, позволяющие хеджировать риски сделок по обмену валют стран ЕАЭС без использования в качестве промежуточной иной резервной валюты. На относительно крупном рынке срочных валютных сделок в России почти весь оборот приходится на фьючерсы на доллар США и евро и полностью отсутствуют фьючерсные и опционные контракты на валюты стран ЕАЭС. На крайне малом срочном рынке Армении в обращении находится только фьючерс на доллар, но и по нему сделки единичны.

В отличие от срочного, валютный спот-рынок во всех странах ЕАЭС занимает значительную, а в трех странах из пяти — основную долю биржевого рынка. Однако при этом торговля валютными парами стран ЕАЭС составляет крайне незначительную долю валютного спот-рынка. Причина такого положения — высокие транзакционные издержки, предопределяемые крайне малым спросом на валюты стран ЕАЭС даже в соседних странах.

Кроме того, ситуация на этих рынках характеризуется неустойчивостью, ярко выраженными структурными диспропорциями, а также таким негативным фактором, как доминирование российского рынка.

НАЦИОНАЛЬНЫЕ ВАЛЮТЫ ВО ВЗАИМОРАСЧЕТАХ В РАМКАХ ЕАЭС: ПРЕПЯТСТВИЯ И ПЕРСПЕКТИВЫ

Рисунок А1. Структура биржевого оборота в странах ЕАЭС в 2016 году, %



Источник: ЕЭК, расчеты авторов.

Вместе с тем в результате высокой волатильности твердых валют, наблюдаемой в последние годы на мировых финансовых рынках, интерес к рублю как к расчетной валюте по внешнеторговым операциям на территории ЕАЭС значительно вырос. Это подтверждается как ростом доли рубля в валютной структуре платежей за экспорт и импорт, так и результатами исследования ЕАБР. По данным опроса, более половины респондентов из числа представителей бизнеса и экспертного сообщества ожидают усиления роли национальных валют во взаиморасчетах. Только 17.4% считают, что их роль сократится (рисунок А2). И это несмотря на то, что, по мнению большинства респондентов, последствия валютного кризиса в России в конце 2014 – начале 2015 года до сих пор не преодолены и сохраняется высокая вероятность возникновения таких кризисов в будущем.

В плане рекомендаций дан четкий ответ: «эволюция лучше революции». Предпочтителен «органичный рост». Интеграция в монетарно-финансовой сфере должна идти вслед за экономическим базисом интеграции: устранением многочисленных изъятий и ограничений во взаимном обороте, построением связующих звеньев между экономическими субъектами, а также логистических и транспортных связей между странами, развитием общих рынков труда и капитала. Респонденты сходятся во мнении, что в таких условиях любое «забегание вперед» в продвижении валютной интеграции не только не ускорит развитие общих рынков, но, наоборот, создаст дополнительные риски. Административные методы стимулирования расчетов в национальных валютах могут нанести серьезный вред расширению их использования.

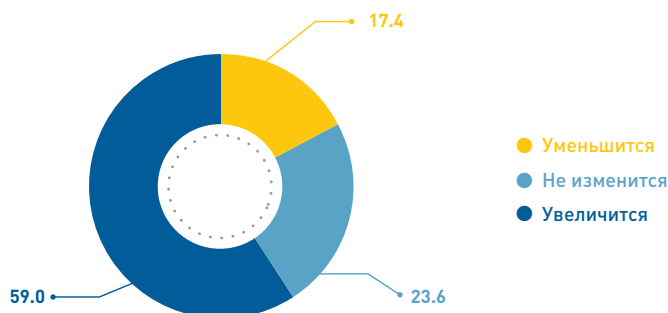


Рисунок А2. Баланс ответов респондентов на вопрос «Как будет меняться доля национальных валют в платежах ЕАЭС в среднесрочной перспективе?», %

Источник: ЕАБР.

«Прямой путь к нацвалютам: снимаем взаимные торговые барьеры, смотрим на нетарифные барьеры между странами, пытаемся их снять, смотрим на валютные ограничения, на ограничения потоков капитала, на ограничения не только в портфельных, но и в прямых инвестициях — последовательно работаем над этой повесткой. Это в большей степени будет способствовать устойчивому использованию нацвалют, чем любые технологические решения».

«Создание интегрированного валютного рынка стран ЕАЭС — расширение доступа участников на финансовые рынки друг друга, расширение финансового инструментария в национальных валютах».

«Формирование на биржевых валютных рынках пулов маркетмейкеров по национальным валютам ЕАЭС — рост ликвидности секторов национальных валют на биржевых рынках».

Особую роль на текущем этапе, по мнению участников опроса, играет развитие инвестиционного сотрудничества, промышленной и технологической кооперации, реализация совместных инвестиционных проектов в рамках ЕАЭС. В связи с этим устранение препятствий на пути инвестиционных потоков рассматривается респондентами в качестве ключевого направления интеграции. В качестве «точек роста» использования национальных валют видятся также развитие малого и среднего бизнеса и приграничного сотрудничества.

«Есть перекося в процессе интеграции в сторону попыток развивать торговлю, в то время как инвестиции уходят из поля внимания. Однако именно устранение барьеров для инвестиционных потоков в нашем региональном контексте воспринимается менее болезненно, чем либерализация торговли. Интеграция в этой сфере несла бы, наверное, меньше издержек с точки зрения макроэкономики. Политических возможностей для либерализации инвестиций намного больше».

Также отмечалась целесообразность усиления проектной роли совместных финансовых институтов, в частности Евразийского банка развития, для развития кооперационных проектов стран — участниц ЕАЭС, стимулирования экспортного потенциала, финансирования, хеджирования и

диверсификации рисков внешнеторговых операций между резидентами Евразийского экономического союза. Возможная роль банка связана также с кредитованием в национальных валютах и организацией многостороннего клиринга.

Справочно: ЕАБР ставит своей целью повышение привлекательности расчетов в локальных валютах. В 2016 году, после вступления в валютные секции ПАО «Московская биржа» и АО «Казахстанская фондовая биржа», Банк начал предоставлять услуги маркетмейкера по паре рубль/тенге, ставя своей целью снижение спрэда и повышение ликвидности по данной валютной паре, что привело к сокращению издержек участников внешнеторговой деятельности. Также в рамках программы поддержки торгового финансирования ЕАБР предлагает финансовым институтам в странах-участницах кредитование в локальных валютах с целью финансирования внешнеторговых контрактов их клиентов. За последний год Банк открыл кредитные линии на финансовые институты в рамках программы поддержки торгового финансирования на общую сумму, эквивалентную \$200 млн. С целью хеджирования валютных рисков Банк также котирует для своих контрагентов своп по валютной паре рубль/тенге на срок до девяти месяцев. В ближайшее время ЕАБР планирует распространить данный опыт (предоставление инструментов хеджирования и снижение издержек и спрэдов по валютным парам) также на армянский драм и белорусский рубль. Другим важным направлением является содействие выходу эмитентов одних стран ЕАЭС на финансовый рынок других.

Оценивая препятствия для усиления роли национальных валют, респонденты указывали на комплексность действия различных негативных факторов. В качестве трех главных ограничителей тем не менее указывались высокие валютные риски, сложившиеся бизнес-практики и отсутствие экономических стимулов для использования национальных валют вместо резервных (рисунок А3). Отвечая на вопрос о регуляторно-надзорных барьерах, которые необходимо устранить для усиления роли национальных валют, респонденты, как правило, не указывали на конкретные ограничения, что наряду с низкой факторной значимостью позволяет сделать вывод об их незначительном влиянии. В качестве главных мер по усилению роли национальных валют участники опроса видят развитие рынка капитала, доступность кредитования в национальных валютах и общие проекты в промышленности, АПК, инфраструктуре (рисунок А4). Также в свете приоритетности развития инвестиционного сотрудничества отмечается необходимость обеспечения симметричной защиты прав собственности, упорядочения деятельности госорганов и судов в этой сфере.

В целом препятствия для усиления роли национальных валют ЕАЭС можно разделить на экономические, политические и юридические.



Рисунок А3. Распределение ответов на вопрос об основных препятствиях для роста роли национальных валют стран ЕАЭС, %

Источник: расчеты авторов на основе обработки результатов опроса.



Рисунок А4. Распределение ответов на вопрос о важнейших факторах усиления роли национальных валют стран ЕАЭС во внешнеэкономических операциях, %

Источник: расчеты авторов на основе обработки результатов опроса.

Среди **экономических препятствий** выделяются высокие транзакционные издержки использования этих валют, причинами которых являются малый размер экономик и финансовых рынков, недостаточный уровень их развития и диверсификации, отсутствие истории макроэкономической стабильности, сложившиеся рыночные стандарты котировки сделок в резервных валютах, отсутствие рыночных механизмов хеджирования валютных рисков, а также офшорные схемы внешнеэкономической деятельности. Преодоление указанных препятствий возможно путем поступательного развития

национальных экономик ЕАЭС и интеграционных процессов, улучшения инвестиционного климата, углубления разделения труда и диверсификации экономик, формирования транснациональных корпораций, оперирующих на евразийском пространстве, разработки и реализации совместных инвестиционных проектов, развития единого финансового рынка, а также обозначения приоритета в интеграционных процессах для малого и среднего бизнеса.

Среди **препятствий политического характера** можно выделить отсутствие долгосрочных стратегических планов развития интеграции, недостаточный уровень гармонизации в экономической политике, а также неготовность самих государств — членов ЕАЭС отдавать приоритет национальным валютам (в частности, при формировании уставных капиталов совместных организаций и выдаче кредитов). Так как государственные трансферты между странами ЕАЭС занимают значительную долю в трансграничных платежах, это оказывает существенное влияние на формирование структуры таких платежей и, соответственно, на размер потоков национальных валют, приходящих в ту или иную страну ЕАЭС. Отдельный случай — предоставление государственных кредитов в национальных валютах. В данном случае наблюдается определенный баланс выгод и рисков от возможного решения предоставлять межгосударственные кредиты в рамках ЕАЭС в национальных валютах. Безусловно, целесообразно рассматривать только вариант выдачи таких кредитов в валюте страны-кредитора, в противном случае риски для кредитора слишком высоки.

Однако выдача межгосударственных кредитов в валюте страны-кредитора встречает возражения части высокопоставленных стратегических экспертов.

«Тема «давайте кредиты в рублях» не работает, потому что в первую очередь на этом погорит РФ. Страны ЕАЭС готовы брать кредиты в рублях, но риски для российского бюджета (в случае межгосударственных кредитов) слишком высоки».

«Государственные (межгосударственные) кредиты в странах ЕАЭС фиксируются в долларах; коммерческие кредиты фиксируются в долларах. Первичная причина этого в том, что экспортные контракты фиксируются в долларах. В этой ситуации странно призывать переходить к рублю, когда и государство, и корпорации финансируют в долларах... Мощный стимул — предлагать рублевые кредиты, но мы боимся это делать, сами не доверяя рублю».

Но, как представляется, риски при выдаче Россией государственных кредитов в рублях возникают только в том случае, когда они выдаются за счет активов, выраженных в долларах. Во всех остальных случаях (если источник, за счет которого выдается кредит, выражен в рублях) такие риски отсутствуют.

Выявленные **юридические препятствия** касаются в основном статуса национальных валют стран ЕАЭС, которые сегодня не имеют законодательного приоритета по отношению к резервным валютам, а также устранения барьеров на пути развития

национальных финансовых рынков участников интеграционного объединения и будущего единого рынка капитала.

На основе проведенного анализа можно сформулировать следующие предложения по усилению роли национальных валют во взаиморасчетах между государствами — членами ЕАЭС:

- ускорить разработку и реализацию мер по развитию финансовых рынков стран ЕАЭС, углублению их интеграции, гармонизации и либерализации действующего в отношении них регуляторного режима;
- создать условия для полного или частичного перевода взаимных обязательств и платежей в рамках ЕАЭС на национальные валюты, включая создание стандартной практики предоставления межгосударственных (суверенных) кредитов в национальной валюте страны-кредитора;
- разработать программу повышения уровня защиты прав предпринимателей, акционеров и иных инвесторов на территории всех стран ЕАЭС, возможно, с созданием специальных арбитражных институтов по урегулированию споров между хозяйствующими субъектами, зарегистрированными в разных юрисдикциях;
- рассмотреть возможность внедрения механизмов, снижающих транзакционные издержки использования национальных валют во взаиморасчетах в рамках ЕАЭС, включая механизмы многостороннего клиринга и хеджирования валютных рисков, и на основе оценки их эффективности принять решение о возможном создании таких механизмов;
- реализовать комплекс мер по повышению согласованности макроэкономической политики стран ЕАЭС и устойчивости национальных экономик;
- разработать программу развития приграничного сотрудничества;
- обеспечить перевод на национальную валюту трансграничных бюджетных трансфертов (выплат резидентам, находящимся за пределами страны);
- ускорить введение в действие Соглашения о согласованных подходах к регулированию валютных правоотношений и принятии мер либерализации;
- усилить роль ЕАБР совместно с национальными банками стран ЕАЭС в части создания условий для повышения значимости национальных валют, в частности, путем расширения кредитования в национальных валютах.

Добиться увеличения доли национальных валют в операциях резидентов стран ЕАЭС директивными мерами невозможно. Часть рекомендованных в докладе мер могут быть реализованы на краткосрочном временном горизонте, в то время как другая часть необходимых преобразований требуют долгосрочных, фундаментальных изменений. Наилучший базис для усиления роли национальных валют во взаиморасчетах между государствами — членами ЕАЭС могут обеспечить динамичное развитие национальных экономик, входящих в объединение, и прогресс в интеграционных процессах.

Введение

Сближение национальных экономик и прогресс интеграционных процессов в условиях развития Евразийского экономического союза (ЕАЭС) в последние годы не сопровождались активными действиями пяти стран – участниц объединения (Армении, Беларуси, Казахстана, Кыргызстана и России) по обеспечению интеграции в валютной сфере. Соглашаясь с тем, что валютная интеграция – неотъемлемый элемент интеграционного процесса (ЕЭК, 2014), в условиях отсутствия полного консенсуса по этапам и темпам ее продвижения партнеры откладывают основные решения в данной области на долгосрочный временной горизонт.

Тем не менее и в настоящее время допустимо применение мер по сближению денежных систем: в качестве закономерного промежуточного этапа развития валютной интеграции можно рассматривать усиление роли национальных денежных единиц в расчетах между участниками объединения. Неслучайно использование рубля и денежных единиц партнеров в качестве валюты для внешнеэкономических расчетов заявляется Россией в качестве официальной политики взаимодействия не только внутри ЕАЭС, но и во взаимоотношениях с другими странами-контрагентами, не относящимися к эмитентам резервных валют (Китаем, Индией, Турцией и другими) (Кнобель, Миронов, 2015).

На сегодняшний день доллар и евро сохраняют за собой значительную долю торгово-инвестиционного оборота на евразийском пространстве; в последнее время отмечено также усиление позиции китайского юаня. Естественно предположить, что существует потенциал наращивания расчетов в национальных валютах, что способно укрепить интеграционные процессы и улучшить ситуацию в каждой из пяти экономик стран – участниц ЕАЭС, а также в других государствах – членах СНГ. Правительства, центральные (национальные) банки и биржи стран ЕАЭС неоднократно заявляли об отсутствии регуляторных ограничений для использования национальных валют в расчетах между резидентами пяти государств. Тем не менее на данный момент мнение субъектов внешнеэкономической деятельности по вопросу возможных препятствий для расширения использования национальных валют во взаиморасчетах остается до конца не ясным. Кроме того, в экспертной среде существуют разные мнения по отношению к перспективам и пределам такого расширения.

В связи с изложенным в настоящей работе были поставлены следующие задачи:

- провести анализ текущего состояния и бизнес-практики использования национальных валют во взаиморасчетах между субъектами экономической деятельности и государствами ЕАЭС на основе проведенных опросов в форме глубинного интервью по специально разработанной методике с субъектами внешнеэкономической деятельности, представителями национальных регуляторов и ведущими экспертами;
- определить позиции бизнеса и регуляторов в отношении наличия регуляторных ограничений для использования национальных валют в расчетах между субъектами экономической деятельности ЕАЭС;

-
- выявить и проанализировать случаи расхождения законодательства и практики в данной сфере;
 - исследовать возможности по развитию торгов локальными валютными парами и перспективы внедрения производных инструментов;
 - выполнить анализ текущего состояния взаимодействия финансового рынка ЕАЭС и его отдельных элементов, факторов, препятствующих сближению финансовых рынков (в том числе нормативного характера), и мер, которые могут быть приняты до перехода к общему финансовому рынку в 2025 году с учетом деловых интересов и роли ЕАБР;
 - подготовить предложения с обоснованием целесообразности совместных мероприятий ЕАБР, ЕЭК и центральных (национальных) банков государств – членов ЕАЭС на среднесрочную перспективу с целью разработки мер по усилению роли национальных валют во взаиморасчетах в рамках ЕАЭС, а также по углублению интеграции финансовых рынков до 2025 года.

Указанные задачи, включая выработку рекомендаций по усилению роли национальных валют во взаиморасчетах в рамках ЕАЭС, могут быть решены только на основе органичного сочетания теоретического, статистико-эмпирического, социологического и аналитического подходов, а также подробного изучения нынешнего состояния интеграционных процессов на пространстве ЕАЭС.

Авторы выражают искреннюю благодарность всем, кто согласился участвовать в интервью, оказав тем самым содействие решению поставленных в настоящем исследовании задач.

При изложении результатов опроса (раздел 2) мы будем ссылаться на мнения отдельных респондентов, приводя их в виде цитат. Такие цитаты будут выделены курсивом и взяты в кавычки.

1. Теоретико-эмпирический контекст и методология исследования

Теория множественности используемых денежных единиц

Закономерности процессов, связанных с параллельным использованием в обороте различных денежных единиц, давно находятся в фокусе внимания экономической теории; сформулированный еще в XVI веке закон Коперника — Грэшема постулирует, что «худшие» (или переоцененные) деньги вытесняют из оборота «лучшие». Однако этот вывод, как отмечает Ф. Хайек (Hayek, 1976), неявно опирается на предпосылку об установлении по тем или иным причинам (например, в условиях биметаллизма или при формировании совместной валютной политики различных государств) фиксированного курса между двумя видами денег. Поведение рациональных экономических агентов в таком случае стимулируется арбитражными соображениями: они будут стремиться платить самыми дорогими и «плохими» деньгами, а также поменять их на «хорошие», в которых, в свою очередь, будут предпочитать исполнение обязательств получатели платежей.

При плавающем рыночном курсе валют наблюдается принципиально другая картина: предпочтение в расчетах получают те денежные единицы, операции с которыми сопряжены для хозяйствующих субъектов с минимальными транзакционными издержками (Krugman, 1984). Именно такая ситуация породила получивший широкое распространение в XX веке феномен «долларизации» — использование в качестве меры стоимости, средства расчета и обращения, а также накопления вместо национальной валюты иностранных денежных единиц (Kokenyne, Ley, Veyrune, 2009).

Международное использование денег имеет смысл рассматривать с точки зрения их традиционных функций согласно таблице 1.

Таблица 1. Функции валют в их международном использовании

Функция денег	Государственный сектор	Частный сектор
Средство накопления	Международные резервы	Валютное замещение
Средство обращения	Средство для валютных интервенций	Платежи и формирование контрактных цен в торговом и финансовом обороте
Мера стоимости	«Якорь» для привязки валют	Номинирование торговли и финансовых транзакций

Источник: Frankel, 2012.

В настоящем исследовании нас интересует главным образом последний столбец, описывающий поведение частного сектора, которое, в свою очередь, предопределяет принятие государственных решений в данной сфере (отметим, что наряду с этим существует также немаловажная обратная взаимосвязь).

Благодаря экономии на масштабе, экстерналиям, неопределенности и асимметрии информации использование различных валют в международном обороте характеризуется множественными состояниями равновесия. Многие авторы при этом указывают на высокую устойчивость исторически сложившегося статус-кво и необходимость в серьезном шоковом воздействии для его изменения, а также существенную роль рыночных ожиданий (см. Portes, Rey, 1997; Rey, 2001).

Помимо дальнейшего продвижения интеграционных процессов, усиление роли национальных валют в расчетах способно принести сразу несколько важных позитивных эффектов. В частности, появляется возможность определения курсовых соотношений национальных валют напрямую, а не в пересчете через кросс-курсы с резервными валютами, что приведет к повышению степени ликвидности соответствующих рынков. Кроме того, для экспортеров и импортеров могут быть устранены нежелательные валютные риски (Bacchetta, van Wincoop, 2001), а также уменьшены транзакционные издержки, связанные с необходимостью проведения двусторонних сделок купли-продажи резервных валют, в которых по-прежнему номинированы многие торговые и инвестиционные сделки во взаимном обороте. Вследствие этого снижаются барьеры для участия физических и юридических лиц-резидентов во внешнеэкономической деятельности. Наличие дополнительного внешнего спроса на национальные валюты стабилизирует их курсы и повышает финансовую стабильность, одновременно расширяя возможности сеньоража. Наконец, расчеты в «своих» валютах создают дополнительные возможности для бизнеса национальных финансовых организаций (BIS, 2011).

Говоря о несомненных преимуществах использования в расчетах национальных денежных единиц, не стоит забывать также о сопутствующих рисках и возможных негативных последствиях. Интернационализация денежной единицы может снижать эффективность денежно-кредитной политики внутри страны, приводить к чрезмерному укреплению национальной валюты, а также дестабилизировать внутренний финансовый рынок в результате резких изменений капитальных потоков нерезидентов (Банк России, 2017). Однако преимущества использования национальных валют вместо резервных в международных сделках принято считать более весомыми, чем указанные риски.

Текущее состояние использования валют стран ЕАЭС

Текущее состояние использования валют стран ЕАЭС, согласно данным статистики, можно рассматривать с учетом предпочтений юридических и физических лиц относительно различных денежных единиц как средств платежа, накопления и меры стоимости (см. таблицу 1). Валютные предпочтения юридических лиц иллюстрируются структурой расчетов по внешнеторговым операциям, тогда как данные

о трансграничных переводах физических лиц дают основание делать выводы относительно тенденций выбора предпочтительных транзакционных денежных единиц со стороны граждан.

Валютная структура расчетов в совокупном объеме внешней торговли стран ЕАЭС представлена на рисунке 1.

Рисунок 1. Валютная структура поступлений и платежей по внешней торговле государств — членов ЕАЭС во все страны мира, %



Источник: Евразийская экономическая комиссия, 2017а.

Наблюдаемое преобладание долларовых расчетов в экспорте во многом вызвано его традиционной структурой у государств ЕАЭС (прежде всего России и Казахстана), которые являются поставщиками на мировые рынки углеводородных и других сырьевых ресурсов (ценообразование этих товаров, как правило, осуществляется в резервных валютах, прежде всего в долларах США). Неслучайно у Беларуси, не специализирующейся на ресурсном экспорте, доля долларовых расчетов во внешней торговле среди стран ЕАЭС минимальна (существенно влияет на структуру платежей и то, что основным направлением экспорта является Россия). Таким образом, пример Беларуси демонстрирует, что в условиях большей диверсификации внешней торговли стран — членов ЕАЭС и ее концентрации в рамках интеграционного объединения можно рассчитывать на дальнейшее увеличение доли расчетов в национальных валютах.

В свою очередь, в торговом обороте между странами ЕАЭС отмечается тенденция к усилению роли рубля (см. таблицу 2), главным образом за счет доллара США, особенно заметная в торговле между Россией и Республикой Беларусь (см. таблицу 3). Таким образом, лишь менее четверти взаимных торговых расчетов стран ЕАЭС сегодня обслуживается признанными резервными валютами (долларом, евро и другими), тогда как более 75% представлено национальными валютами, среди которых, несомненно, доминирующую роль играет российский рубль.

Взаимные платежи государств — членов ЕАЭС	2013	2014	2015	2016
в армянских драмах	0.1	0.1	0.1	0.1
в белорусских рублях	0.4	0.3	0.5	0.4
в казахстанских тенге	0.4	0.5	1.1	0.7
в кыргызских сомах	0.0	0.0	0.0	0.0
в российских рублях	61.8	67.4	68.0	74.1
в долларах США	30.3	26.3	25.0	19.3
в евро	6.8	5.2	5.1	5.2
в других валютах	0.2	0.2	0.2	0.2

Таблица 2.
Валютная структура платежей за экспорт и импорт товаров и услуг между государствами — членами ЕАЭС (за период, %)

Источник: Евразийская экономическая комиссия.

Таким образом, доля рубля во взаиморасчетах ЕАЭС выросла за последние четыре года с 61.8 до 74.1%. Вместе с тем доллар США оставался доминирующей валютой при оплате товаров и услуг между государствами ЕАЭС, исключая Россию. В частности, в расчетах Республики Беларусь со странами ЕАЭС, кроме России, на него приходилось порядка 50%, в расчетах Республики Казахстан и Кыргызской Республики — около 80%. Это серьезный резерв для роста роли национальных валют в расчетах, на который следует обратить внимание, разрабатывая соответствующую программу мер. Кроме того, необходимо повышение общей торгово-инвестиционной «связности» евразийского пространства.

Данные о валютной структуре переводов физических лиц (см. рисунки 2–9) свидетельствуют, что совокупное влияние мировых резервных валют на пространстве ЕАЭС снижается. Даже российский валютный кризис 2014–2015 годов привел лишь к кратковременному перелому тенденции увеличения роли рубля, который начиная с 2016 года приобрел роль главной валюты на пространстве СНГ (более 50%) и тем более укрепил доминирующие позиции на рынках стран ЕАЭС (более 60%) и Таджикистана (более 80%). Необходимо отметить, что рубль в течение исследуемого периода используется в основном для мелких переводов, тогда как большие суммы традиционно переводятся в долларах (Банк России, 2016); это означает, что функция сохранения стоимости у рубля пока развита достаточно слабо по сравнению с резервными валютами.

НАЦИОНАЛЬНЫЕ ВАЛЮТЫ ВО ВЗАИМОРАСЧЕТАХ В РАМКАХ ЕАЭС:
ПРЕПЯТСТВИЯ И ПЕРСПЕКТИВЫ

Рисунки 2–9.
Валютная структура переводов физических лиц в Россию и из России, % (в региональном разрезе)

Рисунок 2.
Поступления

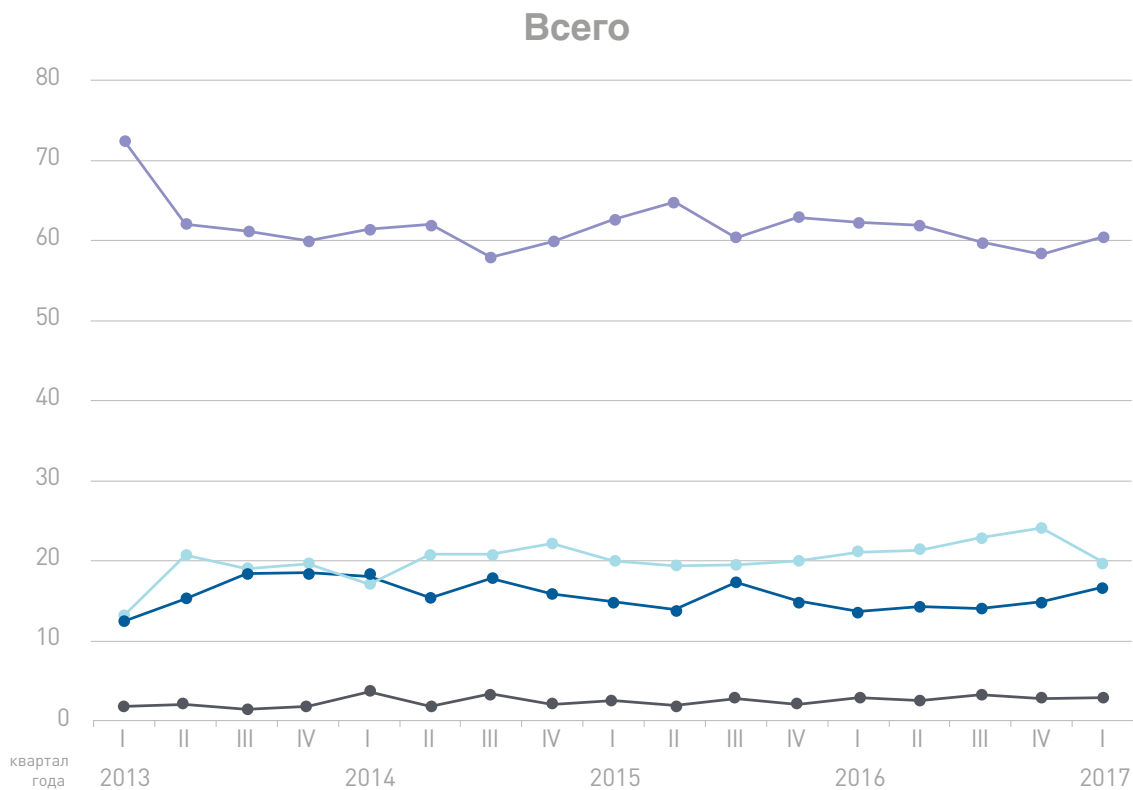
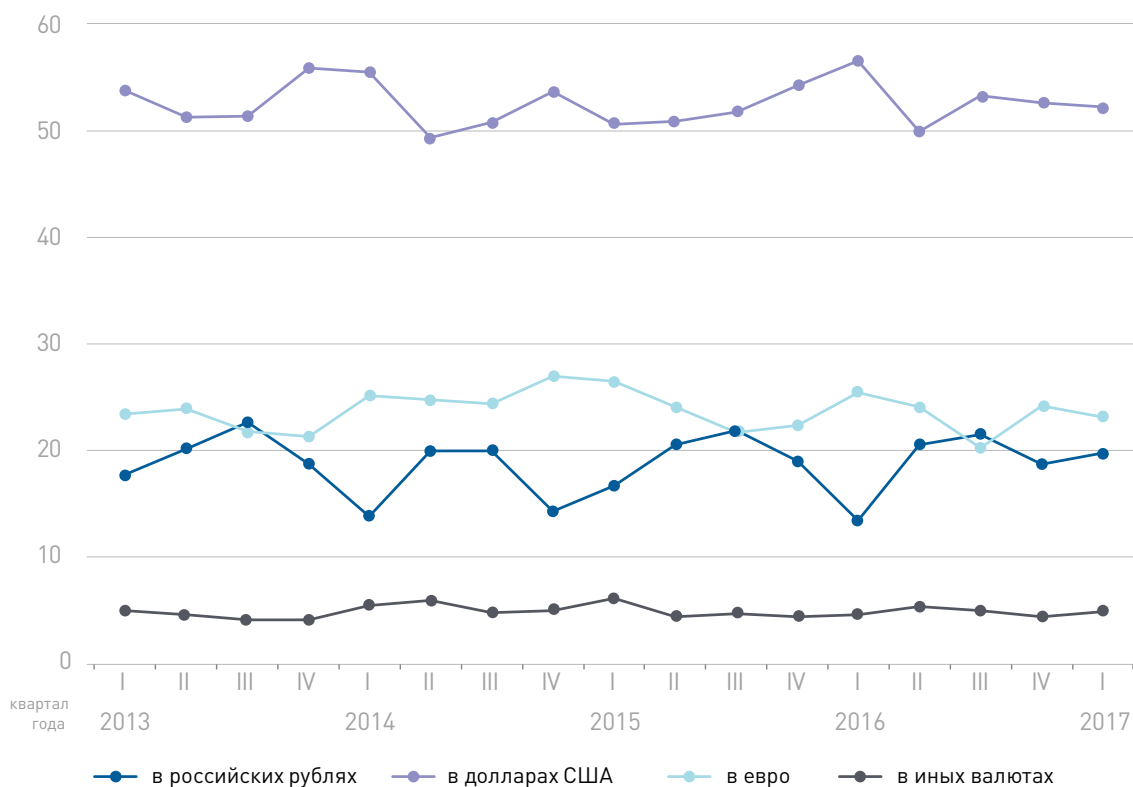


Рисунок 3.
Перечисления



Примечание. Совокупный оборот трансграничных переводов в 2016 году — \$54.3 млрд.

Страны СНГ

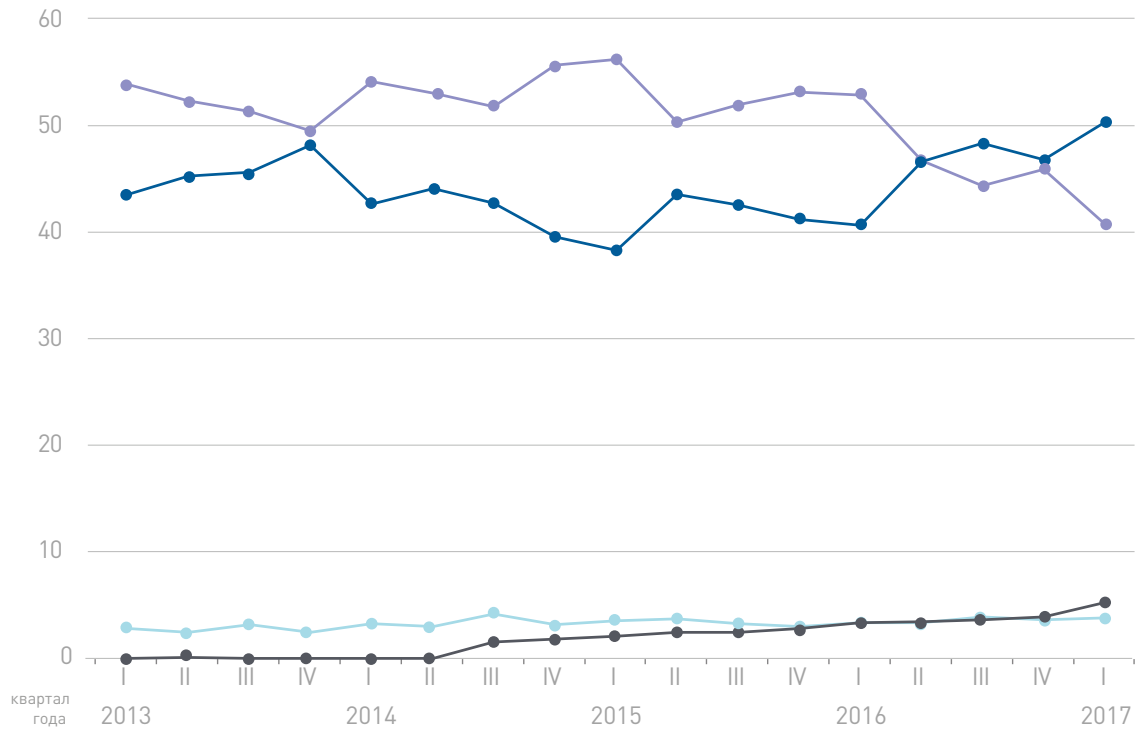


Рисунок 4.
Поступления

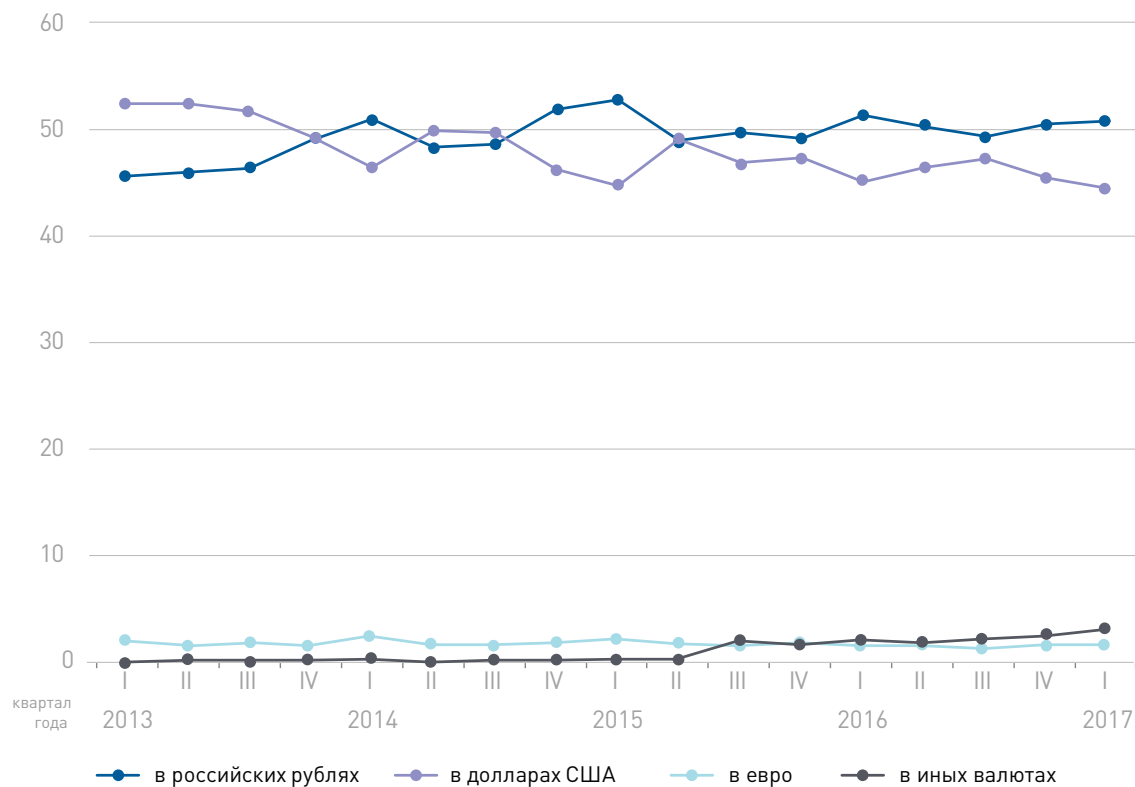


Рисунок 5.
Перечисления

● в российских рублях
 ● в долларах США
 ● в евро
 ● в иных валютах

НАЦИОНАЛЬНЫЕ ВАЛЮТЫ ВО ВЗАИМОРАСЧЕТАХ В РАМКАХ ЕАЭС:
ПРЕПЯТСТВИЯ И ПЕРСПЕКТИВЫ

Страны ЕАЭС

Рисунок 6.
Поступления

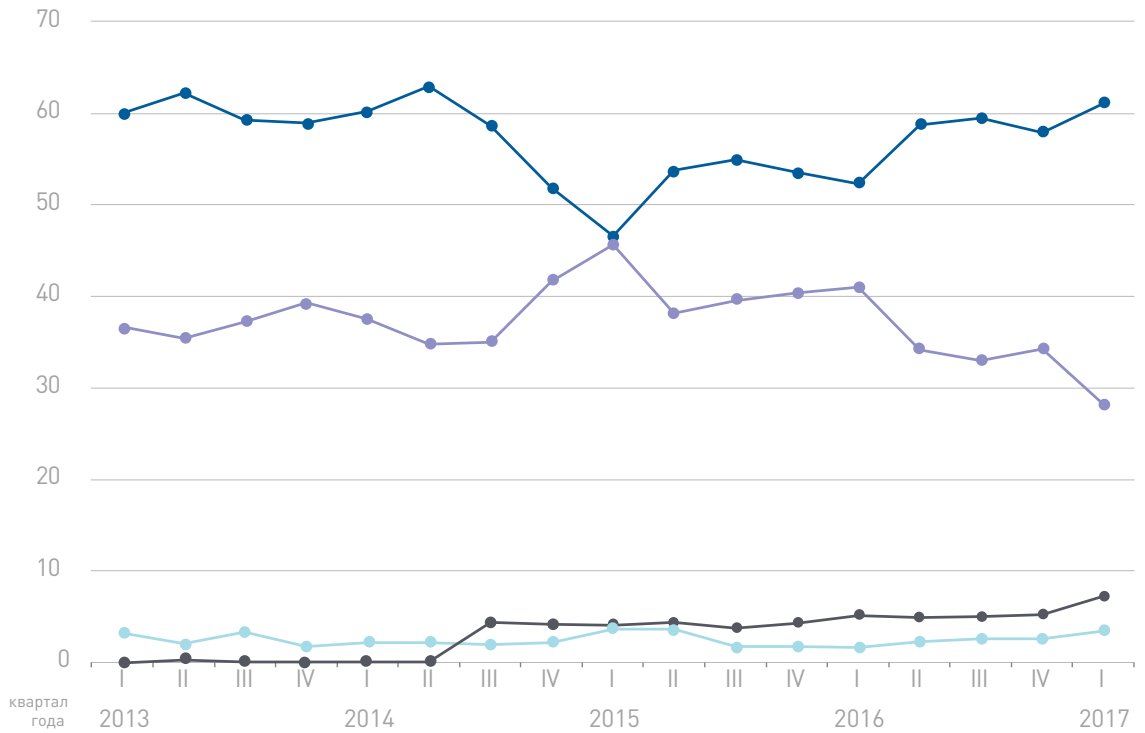
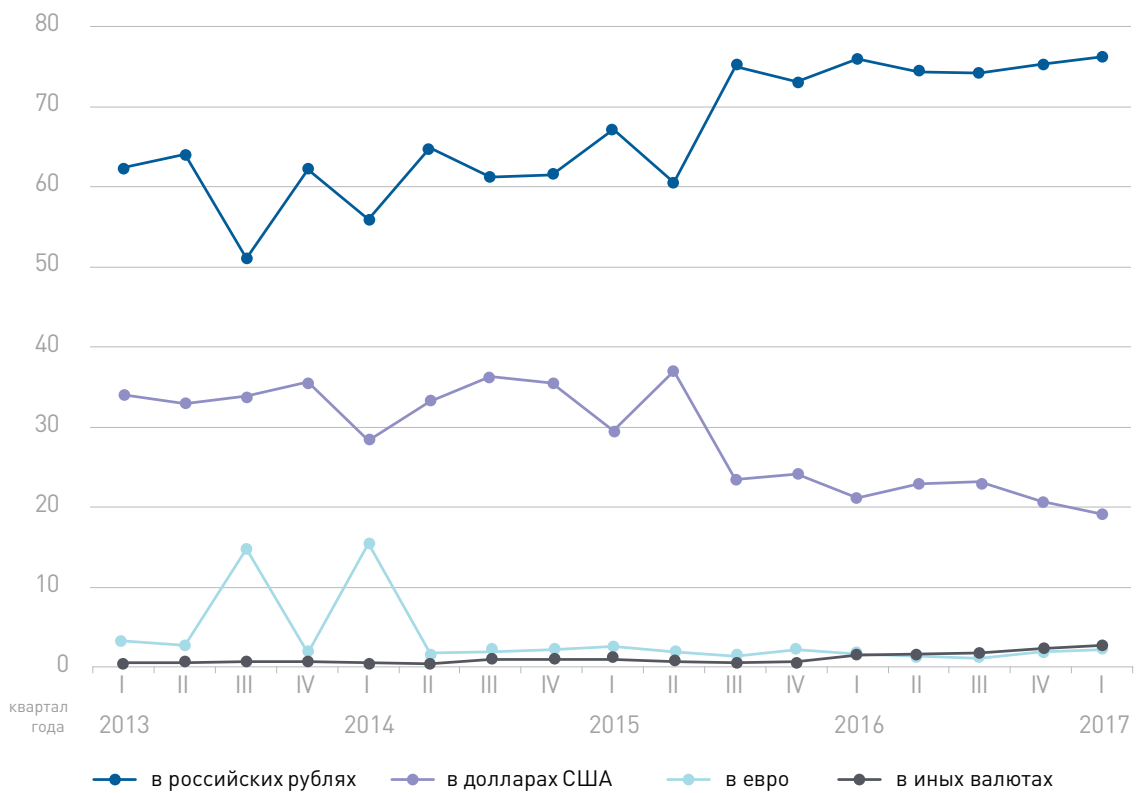
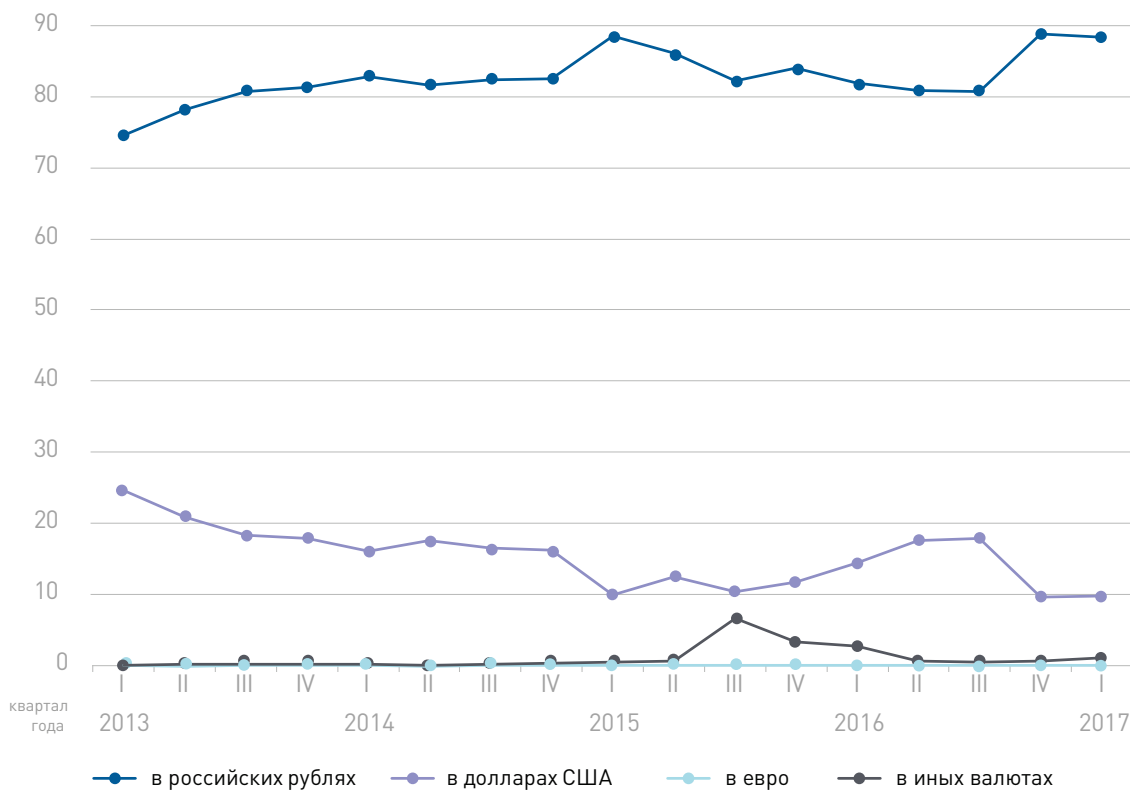
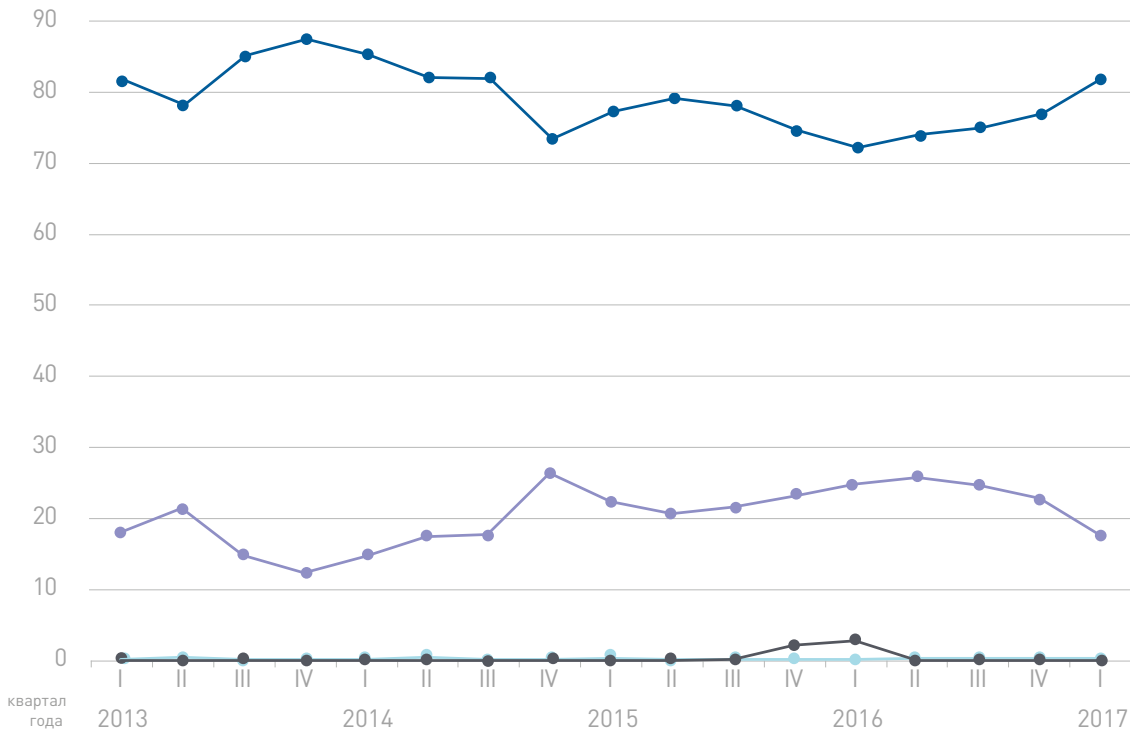


Рисунок 7.
Перечисления



Таджикистан



Источник: построено по данным Банка России.

НАЦИОНАЛЬНЫЕ ВАЛЮТЫ ВО ВЗАИМОРАСЧЕТАХ В РАМКАХ ЕАЭС:
ПРЕПЯТСТВИЯ И ПЕРСПЕКТИВЫ

Таблица 3.
Доля расчетов в национальных валютах стран ЕАЭС в общем объеме расчетов, %

Примечание. Республика Армения не публикует статданных о валютной структуре платежей.

		2014	РА	РБ	РК	КР	РФ
За экспорт и импорт товаров и услуг, в том числе поступления и перечисления из/в государства-члены							
	РБ	39	–		35	–	76
	РК	18	–	24		–	68
	КР	34	0	11	16		44
	РФ	18	–	75	58	–	
За экспорт товаров и услуг, в том числе поступления из государств-членов							
	РБ	39	–		36	–	88
	РК	11	–	6		–	52
	КР	47	0	6	31		63
	РФ	11	–	66	67	–	
За импорт товаров и услуг, в том числе перечисления в государства-члены							
	РБ	38	–		12	–	66
	РК	25	–	25		–	74
	КР	32	0	11	12		42
	РФ	29	–	87	39	–	

Источник: Евразийская экономическая комиссия.

Роль рубля в исходящих платежах физических лиц исторически выше, чем во входящих, что опять же очевидно с точки зрения основной категории лиц, осуществляющих исходящие платежи трудовым мигрантам из стран СНГ. С учетом данного фактора значение рубля в совокупных платежах фактически соответствует роли евро. В зоне СНГ между рублем и долларом фактически действует стабильный паритет, тогда как в ЕАЭС рубль контролирует уже две трети рынка, а в Таджикистане — свыше 80%. Транзакционные преимущества рубля выходят на первый план по мере стабилизации макроэкономической ситуации, когда выбор российской валюты для перечислений не несет рисков потерь на курсовой разнице. Напротив, кризисные периоды на рынке возвращают популярность доллару и — в меньшей степени — евро. Благодаря краткосрочному характеру переводных операций мы имеем дело с хорошим индикатором рыночных ожиданий будущих рисков девальвации рубля; естественно ожидать, что накопление позитивной бескризисной истории в условиях режима свободного плавания будет способствовать дальнейшему росту доли рубля в трансграничных переводах на пространстве ЕАЭС.

Методология исследования

При планировании организации опроса предполагалось, что состав респондентов будет сформирован таким образом, чтобы в ходе исследования нашли отражение

	2015	РА	РБ	РК	КР	РФ	2016	РА	РБ	РК	КР	РФ
--	------	----	----	----	----	----	------	----	----	----	----	----

РБ	41	11		28	5	81	45	15		39	11	84
РК	26	11	17		6	61	22	1	23		8	71
КР	37	0	5	18		50	21	0	12	20		58
РФ	18	40	81	58	42		21	42	48	65	49	

РБ	35	15		30	5	85	42	26		42	14	88
РК	19	20	5		2	43	16	0	2		5	64
КР	44	0	4	19		61	33	0	15	21		54
РФ	11	31	77	63	41		15	33	15	65	45	

РБ	47	5		10	3	78	48	4		18	7	82
РК	34	1	19		13	74	29	1	26		11	76
КР	35	0	6	17		47	17	0	4	16		66
РФ	29	55	88	43	46		29	57	89	63	58	

позиции и интересы самых разных групп участников валютного рынка стран ЕАЭС. Список респондентов формировался по принципу двумерной матрицы, в которой конституирующими параметрами выступают:

— резидентная принадлежность (Россия, Казахстан, Беларусь, Армения, Кыргызстан, Таджикистан, наднациональный уровень — представитель международной организации или транснациональной корпорации);

— сфера деятельности — представители:

- 1) производственных и торговых компаний, участвующих в трансграничных операциях в рамках ЕАЭС, включая внутрифирменные операции и кооперацию;
- 2) экономических агентов, осуществляющих инвестиции в другие страны ЕАЭС и/или привлекающих оттуда инвестиции;
- 3) коммерческих банков, проводящих депозитные и кредитные трансграничные операции, а также опосредующие денежные переводы физических лиц между странами ЕАЭС;
- 4) национальных банков стран ЕАЭС и иных финансовых и региональных регуляторов этих стран.

В результате были опрошены 42 респондента из России, Казахстана, Беларуси, Армении, Кыргызстана и Таджикистана, в том числе представители международных организаций или транснациональных корпораций. На таком массиве достаточно четко проявляются тренды в оценках и ожиданиях экономического сообщества.

Интервью состояло из двух частей (сценариев):

- «базового» сценария, включающего вопросы, задаваемые всем группам респондентов;
- специальных вопросов по профильным группам.

Список вопросов интервью состоял из следующих блоков:

Блок 0. Стартовые вопросы.

Блок 1. Диагностика текущей ситуации.

Блок 2. Диагностика проблем и ограничений.

Блок 3. Диагностика ресурсов для решений.

Большинство респондентов были согласны на аудиозапись интервью (в тех случаях, когда оно проводилось в очной форме). Вместе с тем отдельные респонденты дали согласие на участие в опросе при условии не осуществлять аудиозаписи.

Исследование состояло из четырех этапов.

- **Первый этап** — разработка инструментария, определение состава экспертов. Доработка инструментария и формирование базовых гипотез осуществлялись на основе глубинных интервью с экспертами-стратегами.
- **Второй этап** — серия полуформализованных интервью профильного круга респондентов из четырех стран, представляющих практический бизнес, государственные органы, интеграционные институты, научные центры. Особое внимание уделено позиции бизнес-сообщества. 61% опрошенных экспертов представляют практический бизнес. При необходимости экспертам задавались дополнительные вопросы по уточнению их позиции. Стимулировались предложения и комментарии экспертов помимо ответов на формализованные вопросы интервью.
- **Третий этап** — интерпретация и обобщение данных.
- **Четвертый этап** — генерация предложений. По итогам первых трех этапов был определен круг экспертов, которые были вовлечены в работу над предложениями. Их идеи учтены в документе.

Созданная в процессе организации настоящего опроса экспертная база может быть полезной в дальнейшем при проведении исследований на темы евразийской интеграции.

Все респонденты проявили значительный интерес к результатам исследования.

2. Основные результаты проведенного опроса

Оценка информационной открытости

Важный фактор формирования доверия к национальным валютам — информационный. От того, насколько прозрачна, понятна и предсказуема экономическая ситуация в стране, напрямую зависит отношение к ее национальной валюте. От того, насколько открыты намерения и планы по дальнейшей интеграции, напрямую зависит готовность бизнеса участвовать в интеграционном процессе.

Настоящее исследование стало своего рода «тестом на открытость». Неоднократно респондентами высказывалась такая оценка:

«Ситуация с валютной политикой ЕАЭС «непрозрачна», велика степень неопределенности, к тому же у бизнеса есть некоторые сложности с информацией по странам, что порождает более высокие оценки валютных и иных рисков».

Действительно, в ходе работы мы столкнулись с разной степенью открытости/закрытости экономического сообщества наших стран. В ряде случаев мы получили отказ из-за опасений респондентов, что «информация попадет за границу».

- Бизнес отмечает, что не хватает достоверной информации о возможностях, проектах, условиях, бизнес-практиках возможных партнеров. «Непрозрачность» воспринимается как существенный дополнительный риск. Не развиты прямые коммуникации «бизнес — бизнес» с выходом на конкретные проекты. Взаимное недоверие в бизнесе пока еще велико. Интеграция слабо встроена в повседневные практики. Есть запрос на развитие «бизнес-дипломатии».
- Непонятны дальнейшие шаги и среднесрочные перспективы экономической интеграции наших стран. Ввиду неясности перспектив сфера интеграции мифологизирована и политизирована. В бизнесе имеются опасения и предубеждения по поводу возможных неожиданных, «резких» решений.

«Еще один аспект восприятия Евразийского экономического союза — это то, что он воспринимается, в том числе и бизнес-сообществом, как источник непредсказуемости, волатильности, каких-то мегапроектов, навязываемых сверху, а не как источник дополнительных возможностей, новых рынков, как это происходит во многих развитых странах, как воспринимается и должен восприниматься процесс интеграции. В наших странах (ЕАЭС) восприятие интеграции, к сожалению, совсем иное».

В связи с неясностью перспектив дальнейшей интеграции эксперты высказывают запрос на формирование четкой «дорожной карты» дальнейших шагов на средне- и долгосрочную перспективу, которая сняла бы многие страхи и предубеждения.

- Отмечается определенная «закрытость» и недостаточная координация валютной политики наших стран. Эксперты часто вспоминают валютный кризис 2014–2015 годов, продемонстрировавший несогласованность валютной политики, и отмечают, что с тех пор мы не стали более предсказуемыми друг для друга в валютных вопросах.

«При ухудшении конъюнктуры каждый будет сам по себе. Снова гонка девальваций».

«Вот что мы видим в последние годы: когда обменный курс проваливается и происходит сильная девальвация, это дает и протекционистские импульсы, и импульсы, связанные с меньшей координацией экономической политики. Наоборот, когда идет стабилизация обменных курсов, когда конъюнктура становится лучше, возможности для наращивания интеграционного взаимодействия улучшаются. Координация экономической политики, монетарной политики, политики обменных курсов должна быть и в случае улучшения конъюнктуры, и в случае ее ухудшения».

Последствия валютного кризиса 2014–2015 годов и ожидание новых валютных дестабилизаций

С момента подписания договора о создании Евразийского экономического союза (29 марта 2014 года) произошли существенные изменения как на постсоветском пространстве, так и в мире. Страны региона столкнулись с общими вызовами: падением сырьевых цен и товарооборота, девальвацией национальных валют, замедлением экономического роста, бюджетным дефицитом и другими.

Как показывают интервью, и в бизнесе, и в экспертной среде идут процессы переосмысления перспектив ЕАЭС. С одной стороны, отмечается, что курс на евразийскую интеграцию оправдывает себя, несмотря на неблагоприятную конъюнктуру мировых рынков. С другой стороны, высказывается запрос на новое видение интеграции, идет поиск новых «точек роста», происходит четкое осознание «ограничителей».

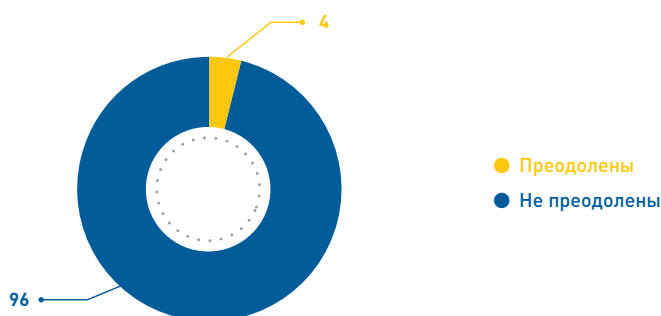
Важный фактор, влияющий на отношение к национальным валютам стран ЕАЭС, — последствия валютного кризиса 2014–2015 годов. Подавляющее большинство респондентов отмечают, что последствия кризиса не преодолены (см. рисунок 10).

При этом подавляющее большинство респондентов также ожидают новых кризисов на валютных рынках ЕАЭС в среднесрочной перспективе, что является существенным ограничителем для расширения сфер применения национальных валют (см. рисунок 11).

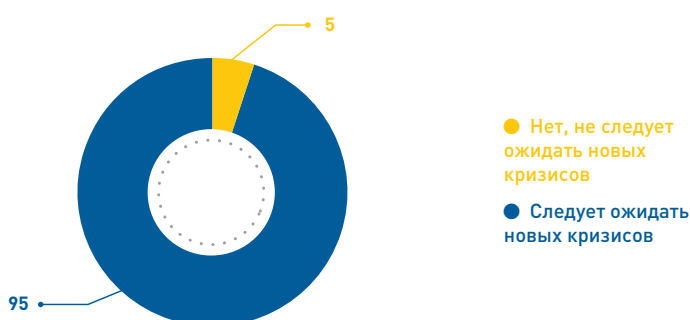
Эксперты называют самые разные факторы риска новых валютных дестабилизаций:

- падение сырьевых цен;
- усиление санкционного давления на РФ;
- высокая степень долларизации наших экономик;
- макроэкономические дисбалансы из-за слишком высокой доли государства;

2. ОСНОВНЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ ПРОВЕДЕННОГО ОПРОСА И МЕТОДОЛОГИЯ ИССЛЕДОВАНИЯ



Источник: расчеты авторов на основе обработки результатов опроса.



Источник: расчеты авторов на основе обработки результатов опроса.

- недостаточный уровень компетенции лиц, принимающих решения на макроуровне;
- слабая координация мер в области монетарной политики и антикризисных мер;
- политика «плавающего курса» валют (с точки зрения некоторых представителей бизнеса, плавающий курс перекладывает все валютные риски с государства на предприятия);
- низкая капитализация банковских систем и финансовых рынков;
- геополитическая напряженность вокруг РФ и зависимость других национальных валют ЕАЭС от курса рубля.

Ожидание новых валютных кризисов закладывается в бизнес-стратегии и практические действия. Естественной антикризисной «страховкой» являются в том числе платежи в долларах и евро. Увеличить долю национальных валют в платежах могло бы, в частности, предложение альтернативных инструментов хеджирования валютных рисков.

Парадокс среднесрочных ожиданий

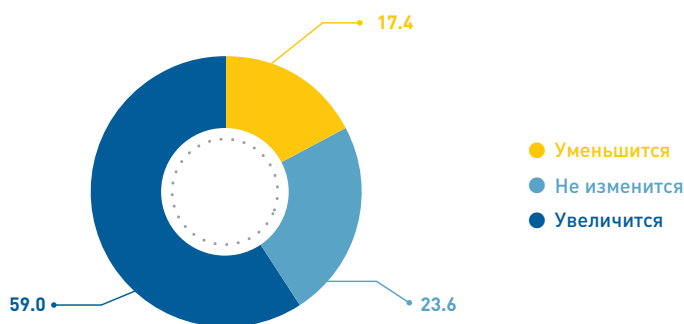
Следует указать на определенный парадокс, связанный с ожиданиями респондентов. С одной стороны, есть почти экспертный консенсус (больше 90%), что последствия валютного кризиса не преодолены и будут новые кризисы. С другой стороны, абсолютное большинство респондентов (59%) ожидают, что доля платежей в национальных

Рисунок 10. Распределение ответов на вопрос «В полной ли мере преодолены последствия валютного кризиса 2014–2015 годов?», %

Рисунок 11. Распределение ответов на вопрос «Есть ли основания ожидать в среднесрочной перспективе новых кризисов на валютных рынках ЕАЭС?», %

валютах увеличится. Только 17.4% считают, что роль национальных валют уменьшится — и это несмотря на осознание высоких валютных рисков (см. рисунок 12). Вероятно, такие ожидания говорят об устойчивости запроса на интеграцию и уверенность в ее продвижении, несмотря на осознание рисков.

Рисунок 12. Распределение ответов на вопрос «Как будет меняться доля национальных валют в платежах ЕАЭС в среднесрочной перспективе?», %



Источник: расчеты авторов на основе обработки результатов опроса.

Комментарий представителя ЕЭК: «Углубление интеграции на пространстве ЕАЭС и увеличение объемов взаимной торговли будут способствовать увеличению доли национальных валют государств — членов ЕАЭС в платежах по внешнеторговым контрактам. Более тесные торговые связи обуславливают большую склонность к установлению выгодных условий для контрагента, а выставление цен в его валюте позволяет снизить для него валютные риски».

Принцип «органичного роста». Запрос на стратегию интеграции

В связи с осознанием высоких валютных рисков эксперты-стратеги опасаются каких-либо кардинальных шагов в сторону создания валютного союза ЕАЭС в том или ином виде (превращение рубля в региональную валюту, введение единой расчетной единицы и так далее). Они говорят, что этот вопрос может возникнуть разве что в отдаленной перспективе.

Эксперты формулируют общий подход, который можно назвать принципом «органичного роста». Валютная интеграция должна идти вслед за «экономическим базисом» интеграции. Даже общий рынок товаров в ЕАЭС еще не сформирован — есть многочисленные изъятия и ограничения по той номенклатуре, которая играет значительную роль в товарообороте. Общий рынок капитала находится в зачаточном состоянии. Рынок труда находится на первоначальном этапе, отягощен дисбалансами и ограничениями. В таких условиях любое опережение событий с продвижением валютной интеграции не ускорит развитие общих рынков, но, наоборот, создаст дополнительные риски.

«Валютный союз и внедрение единой валюты в нынешних условиях скорее бы навредили, чем принесли пользу».

«С точки зрения стереотипов восприятия Евразийского союза во многих наших странах есть опасение, что он несет с собой оголтелые проекты, связанные с навязыванием каких-то неподготовленных объединений, проектов, в том числе единой валюты».

«Прямой путь самый верный. Чем больше уровень взаимодействия, тем больше будет спрос и потребность в расчетах в нацвалютах, тем более заинтересованы будут страны в хранении своих резервов в нацвалютах. Этой дорогой мы должны идти. Различные технологические и административные меры где-то могут помочь, но только если есть уже крепкий фундамент, связанный с достаточной критической массой этих взаимных транзакций».

«Прямой путь к нацвалютам: снимаем взаимные торговые барьеры, смотрим на нетарифные барьеры между странами, пытаемся их снять, смотрим на валютные ограничения, на ограничения потоков капитала, на ограничения не только в портфельных, но и в прямых инвестициях — последовательно работаем над этой повесткой. Это в большей степени будет способствовать устойчивому использованию нацвалют, чем любые технологические решения. Построение связующих звеньев экономических субъектов друг с другом и связующих звеньев логистически и транспортно наших стран».

Поиск дополнительных драйверов интеграции

Порой высказывается точка зрения, что первоначальный импульс евразийской интеграции близок к исчерпанию. Мы подходим к новому этапу развития.

На первом этапе во главе угла была либерализация взаимной торговли, движение к общему рынку товаров и услуг. Его можно назвать **«торговым»**. Торговая интеграция, по которой мы существенно продвинулись, должна быть последовательно продолжена. Но сейчас потребуется включение новых драйверов.

Возможный новый этап некоторые эксперты называют **«инвестиционным»**. На первый план выходит развитие общего рынка капитала. Роль национальных денежных единиц значительно возрастет (и роль рубля особенно), когда они будут работать как инвестиционные валюты. Респонденты предлагают ввести в повестку дня евразийской интеграции пакет стратегических инвестиционных проектов в инфраструктуре, промышленности, АПК.

«Есть перекосяк в процессе интеграции в сторону попыток развивать торговлю в то время, как инвестиции уходят из поля внимания. Однако именно либерализация инвестиций в нашем региональном контексте воспринимается менее болезненно, чем торговая либерализация. И неслучайно бы, наверное, меньше издержек с точки зрения макроэкономики. Политические возможности для либерализации инвестиций намного больше».

В данном случае речь идет о том, что при отсутствии значимых законодательных препятствий для трансграничных инвестиций в странах ЕАЭС на первый план

выходят неформальные барьеры, создаваемые (прямо или косвенно) исполнительными властями разного уровня. Некоторые респонденты говорят о некорректных правоприменительных практиках, к использованию которых прибегают из-за боязни иностранного контроля над экономическими объектами, долей локального рынка и так далее. Для преодоления такого рода проблем необходима политическая воля, нацеленная на обеспечение благоприятного климата для инвесторов всех категорий, в том числе из других стран ЕАЭС.

«Спрос со стороны инвесторов пока минимален, проекты точечные, трансграничные инвестиции копеечные. Об этом факторе роста роли нацвалют и не говорит никто именно потому, что масштабы трансграничных инвестиций настолько малы, что их никто не замечает. Для инвестиций важнейший вопрос — инвестиционный климат. Нужны шаги в области либерализации инвестиций, меры по облегчению ПИИ. Важнейшие меры: 1) гармонизация законодательства; 2) убрать административные барьеры; 3) гарантии инвестиций и гарантии инвесторам и предпринимателям».

Называются следующие перспективные «точки роста»:

- приграничное сотрудничество, средний и малый бизнес. Эксперты отмечают признаки оживления в данной сфере. Востребована «линейка продуктов» по кредитованию (в рублях) проектов среднего бизнеса;
- промышленная и технологическая кооперация;
- общие проекты в энергетике, АПК и транспортной инфраструктуре.

Как говорят эксперты, препятствием являются опасения в отношении правоприменительных практик в странах-партнерах. Есть недоверие к «своим» и тем более к «чужим» судебным системам и механизмам урегулирования споров. Риск потерять собственность — один из ключевых ограничителей.

Повысить доверие к национальным валютам можно путем увеличения взаимного доверия, прежде всего в бизнес-сообществе наших стран, особенно в части доверия бизнеса к государственным институтам.

Перспективные направления:

- снятие законодательных, правоприменительных и информационных барьеров для прямых взаимных инвестиций;
- развитие экономической дипломатии, сближение бизнес-практик;
- создание «инвестиционной карты» ЕАЭС, где будут обозначены существующие и перспективные проекты для прямого инвестирования;
- разработка «общего стандарта» защиты прав собственности на пространстве ЕАЭС. В числе прочих респонденты высказывали предложение о создании авторитетного наднационального экономического арбитража, который бы занимался разрешением спорных вопросов.

Необходимость разработки «инвестиционной карты» ЕАЭС обусловлена, по мнению респондентов, низким уровнем информационного обмена между странами ЕАЭС

в части инвестиционных возможностей, общим невысоким уровнем информационной прозрачности в отношении бизнеса.

Оценка ограничителей и препятствий

Среди предложенных вариантов препятствующих факторов для более активного использования национальных валют на первое место в совокупности был поставлен вариант «высокие валютные риски» (см. рисунок 13).



Рисунок 13. Распределение ответов на вопрос об основных препятствиях для усиления роли национальных валют стран ЕАЭС, %

Источник: расчеты авторов на основе обработки результатов опроса.

Вместе с тем респонденты отмечали, что существующих препятствий (ограничений) достаточно много и их воздействие носит преимущественно комплексный характер.

«Все вышеперечисленные ограничители верны. Они срабатывают не отдельно, а в комплексе, усиливая друг друга».

«Действительно, на решения экономических субъектов по использованию или неиспользованию национальных валют стран ЕАЭС влияет весь набор факторов».

«Волатильность валюты и зависимость курса от политических факторов. Разные параметры чистого экспорта наших стран за пределы ЕАЭС».

«Плюсы нацвалют: отсутствие необходимости двойной конвертации через доллар, экономия СКВ, нет процедуры комплаенс. Минусы: высокая

волатильность курсов национальных валют, сохранение валютных ограничений в ряде стран, низкая ликвидность национальных финансовых рынков, невысокий технологический уровень развития платежных и расчетных систем ряда стран».

«Есть такое соглашение, одобренное и Комиссией, и РФ¹. На портале ЕАЭС его нет, следовательно, его пока не приняли остальные страны ЕАЭС».

На наш взгляд, Соглашение о согласованных подходах к регулированию валютных правоотношений и принятии мер либерализации в случае его принятия может стать важным фактором снижения барьеров для проникновения национальных валют стран ЕАЭС в экономики друг друга. В значительной мере предложения, выдвигаемые респондентами, в части снятия нормативных ограничений в целях усиления роли национальных валют стран ЕАЭС, являются компенсаторами отсутствия введения в действие указанного Соглашения.

«Пока наша интеграция идет по принципу институционального строительства. Комиссию создаем, убираем таможенные барьеры и так далее. Не учитываются два фундаментальных фактора: развитие промышленности и кооперации, то есть нечем обмениваться особо. Плюс — колоссальное действие Китая и Евросоюза на наших партнеров по ЕАЭС».

Как отмечают эксперты, тема интеграции ЕАЭС слишком политизирована и мифологизирована. Тем не менее в число самых серьезных ограничителей вошли сугубо экономические факторы: валютные риски, бизнес-практики, экономические стимулы. То есть перспектива усиления роли национальных валют есть, несмотря на сложную (по мнению отдельных респондентов) геополитическую ситуацию.

Подавляющее большинство экспертов (89.7%) не считают, что существующая модель экономической интеграции исчерпана.

Стратегические идеи экспертов

«Крайне медленное внесение изменений в интеграционное законодательство: национальные законодательства о финансовых рынках изменяются и уходят вперед, а интеграционное законодательство требует большого количества согласований и, следовательно, значительно отстает по времени».

«Главным ограничителем является политизация процесса. На экспертном уровне, конечно же, понимается важность политической составляющей проекта, но в повседневных действиях органов, отвечающих за интеграционный проект, акцент должен быть поставлен на создание единой экономической модели с завершенной технологической цепочкой. Надо концентрироваться именно на этом».

¹ Имеется в виду Распоряжение Правительства Российской Федерации от 14 апреля 2017 года № 697-р «О подписании Соглашения о согласованных подходах к регулированию валютных правоотношений и принятии мер либерализации» (<http://docs.cntd.ru/document/420396447>).

«Явно видны два уровня евразийской интеграции: первый — политический, рекламируемый СМИ и политиками, но имеющий мало отношения к реальности, и второй — на уровне реальных хозяйствующих субъектов, ставящих иные цели и сталкивающихся с иными ограничениями. Политизация процесса является тормозом».

«Нужны интересанты процесса, акторы, которых на уровне принятия политических и больших экономических решений почти нет».

«Нельзя сбрасывать риски возможной политической и экономической дестабилизации в странах-партнерах».

«Неторгуемость национальных валют стран ЕАЭС, приводящая к высоким транзакционным издержкам (даже с учетом меньшего количества конвертаций)».

«Недостаточные объемы взаимной торговли между отдельными парами государств — членов ЕАЭС».

«Правоохранительная практика и суды — наше общее слабое место. Не защищены права инвесторов, нет механизма урегулирования хозяйственных споров, который вызывал бы доверие. Риск потерять собственность — важный ограничитель».

«Ситуация непрозрачна. Мало информации про условия ведения бизнеса, про конкретные проекты, про возможных партнеров. Отсюда недоверие и завышение рисков. И мы становимся все более закрытыми».

Необходимо отдельно прокомментировать позицию респондентов по законодательным и надзорным ограничениям, препятствующим усилению роли национальных валют стран ЕАЭС в расчетах между резидентами этих стран. 17% респондентов, выделяя данную группу ограничений как одну из основных, тем не менее в большинстве своем не расшифровывают, какие именно ограничения они имеют в виду. Мы получили лишь единичные ответы на вопросы, конкретизирующие данные ограничения («Какие законодательные нормы (Договора о ЕАЭС; национальных законодательств) препятствуют увеличению доли национальных валют в расчетах между резидентами стран ЕАЭС?»; «Какие нормативы центрального банка вашей страны и/или центральных банков других стран ЕАЭС могут мешать увеличению доли национальных валют в расчетах между резидентами стран ЕАЭС?»; «Существуют ли иные регуляторные (в том числе надзорного и надзорно-технологического характера) либо процессуальные ограничители для использования национальных валют в расчетах между резидентами стран — членов ЕАЭС?»).

Факторы усиления роли национальных валют

При ответе на данный вопрос сложился консенсус: основным фактором усиления роли национальных валют называется развитие рынка капитала (см. рисунок 14).

Вместе с тем, так же как и в случае с вопросом об основных ограничениях, респонденты склонялись к мнению, что воздействие перечисленных факторов носит комплексный характер.

Рисунок 14. Распределение ответов на вопрос о важнейших факторах усиления роли национальных валют стран ЕАЭС во внешнеэкономических операциях, %



Источник: расчеты авторов на основе обработки результатов опроса.

«Все эти факторы будут работать. Главный — рынок капиталов. Интеграция в первую очередь должна касаться рынков капиталов стран — членов ЕАЭС».

Это обоснованная позиция: если работают рынки капитала, приходит значительно больше инвесторов из сопредельных стран, и они начинают вести бизнес, объективно связанный с их бизнесом в стране базирования. Естественное решение для таких инвесторов (кроме скрывающихся за «офшорными вывесками») — использование национальной валюты страны базирования.

Высказывались также обоснования и в отношении других факторов усиления роли национальных валют.

«Необходима согласованная валютная политика, общие стандартизированные подходы к установлению официальных курсов национальных валют друг к другу».

Подчеркивалось, что в данном случае важнейшим фактором повышения стабильности является уже сам факт согласования валютной политики. Как именно пройдет это согласование, не столь важно, в работах уже сейчас называются различные сценарии такого согласования (см., например, Дубинин, 2016. С. 19–20).

«Нужны, с одной стороны, ясность и гармонизация валютных режимов, а с другой — техническая координация и единство механизма даже при несогласованности действий».

Однако есть эксперты, отстаивающие жесткую позицию: сейчас невозможен более высокий уровень координации экономической политики наших стран, прямо влияющей на валютную интеграцию, что не способствует усилению роли национальных валют.

«В текущей экономической и геополитической ситуации в регионе для стран ЕАЭС на сегодняшний день мы не готовы к координации денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики».

«Переход на установление цен в контрактах в национальных валютах. Расчеты за энергоресурсы в национальных валютах».

«Я могу представить себе ситуацию, когда между собой страны могут торговать энергоресурсами за рубли, если рубль — более удобная валюта для обоих контрагентов с точки зрения потоков платежей и активно-пассивного баланса».

«Развитие торговых отношений с третьими странами. Движение в сторону повышения торгуемости валют на международных рынках».

«Увеличение роли нацвалют возможно при большей интеграции рынков наших стран в глобальные рынки. Во многом это зависит от изменения внешнеэкономической ситуации в России».

«Требует упорядочения правоприменительная практика госорганов и судов наших стран. Защита прав собственности добросовестных приобретателей и инвесторов должна быть абсолютной».

Стратегические идеи экспертов

«Расширение доступа участников на финансовые рынки друг друга, расширение финансового инструментария в национальных валютах».

«Радикально улучшит ситуацию создание единого клирингового центра международных расчетов стран ЕАЭС по примеру Базельского банка международных расчетов».

«Банк международных расчетов участвовал в проведении платежей по «плану Маршалла», осуществлял многосторонние клиринги для Европейского платежного союза, а после роспуска последнего — в рамках Европейского валютного соглашения. Поэтому на определенном этапе евразийской валютной интеграции данный опыт может быть полезен».

При оценке данного предложения необходимо иметь в виду, что разрушенное послевоенное хозяйство и денежное обращение, а также необходимость учета взаимных торговых позиций для восстановления взаимной конвертации валют — принципиально другая ситуация, нежели у евразийского интеграционного проекта.

«Надо все-таки понимать, чего мы хотим. Пока никто ничего не понимает, кроме того, что интеграция — это якобы хорошо, дезинтеграция — плохо. Первый импульс испарился. Необходима обновленная концепция евразийской интеграции в 2018–2025 годах. Дорожные карты. Нужен набор стратегических инвестиционных проектов, которые станут содержанием интеграции».

«Создание интегрированного валютного рынка стран ЕАЭС — расширение доступа участников на финансовые рынки друг друга, расширение финансового инструментария в национальных валютах».

«Формирование на биржевых валютных рынках пулов маркетмейкеров по национальным валютам ЕАЭС — рост ликвидности секторов национальных валют на биржевых рынках».

Текущие действия ЕАБР в рамках развития использования национальных валют ЕАЭС

ЕАБР ставит себе целью повышение привлекательности расчетов в локальных валютах. В 2016 году, после вступления в валютные секции ПАО «Московская биржа» и АО «Казахстанская фондовая биржа», Банк начал предоставлять услуги маркетмейкера по паре рубль/тенге, стремясь к снижению спреда и повышению ликвидности по данной валютной паре, что приводит к снижению издержек для участников внешнеторговой деятельности.

Также в рамках программы поддержки торгового финансирования ЕАБР предлагает финансовым институтам в странах-участницах кредитование в локальных валютах с целью финансирования внешнеторговых контрактов их клиентов. За последний год Банк открыл кредитных линий на финансовые институты в рамках программы поддержки торгового финансирования на общую сумму, эквивалентную \$200 млн. С целью хеджирования валютных рисков Банк также котирует для своих контрагентов своп по валютной паре рубль/тенге на срок до девяти месяцев. В ближайшее время ЕАБР планирует распространить данный опыт также на армянский драм и белорусский рубль.

Соглашаясь в целом с идеологией подобных тезисов, необходимо держать в поле зрения вопрос о том, кто будет платить за принятие рисков на себя и сколько стоит такой механизм. Теоретически такую стоимость можно приблизительно оценить по исторической взаимной волатильности валют.

Что касается долгосрочной перспективы, некоторыми респондентами не исключается появление единой валюты в том или ином виде. Но каждый раз подчеркивается, что речь идет исключительно об отдаленной перспективе.

«Единая валюта (рубль, новая валюта или корзина) может в перспективе быть полезной для взаиморасчетов между резидентами членов ЕАЭС. Учитывая зависимость других стран от экономической политики РФ, это может быть и рубль».

У респондентов есть понимание того, что усиление роли национальных валют на практике будет означать в первую очередь увеличение доли рубля, что может рассматриваться как угроза для национального суверенитета. Ее устранение видится по мере постепенной интеграции стран ЕАЭС в глобальном разделении труда, диверсификации внешних связей этих стран и снижении их зависимости от российских экономических тенденций. Некоторые эксперты рассматривают развитие национальных валют в контексте идущей сейчас технологической цифровой революции в сфере платежей, расчетов, банкинга. Не исключается, что будет расти роль криптовалют в ЕАЭС.

«С учетом новых технологий нельзя исключать возможности использования электронных денег или даже введения криптовалюты для взаиморасчетов и заключения контрактов».

«Теоретически до 2025 года возможен вариант использования криптовалюты для взаиморасчетов».

Инициативы и предложения по совершенствованию нормативно-правовой базы

1. Для обеспечения доступа на интегрированный валютный рынок для небанковских участников (брокеров и дилеров) из стран ЕАЭС необходимо внесение изменений в Протокол о мерах, направленных на проведение согласованной валютной политики (Приложение № 15 к Договору о ЕАЭС).

Для допуска в рамках Договора о ЕАЭС на внутренний биржевой валютный рынок РФ иных лиц, помимо банков, предлагаем поправку в подпункт 10 пункта 3 Протокола о мерах, направленных на проведение согласованной валютной политики (Приложение № 15 к Договору).

Действующая редакция	Предлагаемая редакция
10) обеспечение каждым государством-членом допуска на свой внутренний валютный рынок банков, являющихся резидентами государств-членов и обладающих в соответствии с законодательством этого государства-члена правом на осуществление валютных операций, для проведения межбанковских конверсионных операций на условиях предоставления национального режима;	10) обеспечение каждым государством-членом допуска на свой внутренний валютный рынок на условиях предоставления национального режима банков, являющихся резидентами государств-членов и обладающих в соответствии с законодательством этого государства-члена правом на осуществление валютных операций, для проведения межбанковских конверсионных операций на условиях предоставления национального режима, а также иных юридических лиц, имеющих право в соответствии с национальным законодательством осуществлять куплю-продажу иностранной валюты;

2. Кризис 2014–2015 годов вскрыл существенную проблему. Слабая координация мер в области кредитно-денежной и валютной политики стран ЕАЭС существенно снижает доверие к национальным валютам.

«Экономика стран ЕАЭС прямо зависит от ситуации в РФ. В РФ происходит процесс диверсификации экономики. Даже при применении новых санкций российский рубль пока достаточно стабилен. Однако координация валютной политики стран ЕАЭС фактически отсутствует, также и по причине декларативного характера статьи 64 и приложения 15 к Договору о ЕАЭС».

«Вопрос согласования денежно-кредитной, в том числе валютной, политики имеет ключевое значение. Уточнение статей 63, 64 Договора о ЕАЭС, где сформулированы основные положения макроэкономической политики, чрезвычайно важно, ибо, как показывает и опыт других союзов, без четкой формулировки этих положений весьма затруднительны эффективные взаимоотношения членом союза».

На вопрос «Не могли бы Вы назвать конкретный законодательный (нормативный) документ, изменение которого усилит роль национальных валют во взаиморасчетах ЕАЭС?» респонденты отвечали следующее:

«В первую очередь статьи 63 «Основные макроэкономические показатели, определяющие устойчивость экономического развития» и 64 «Цели и принципы согласованной валютной политики» Договора о ЕАЭС. Статья 64 носит явно декларативный характер, как и приложение 15».

Данная позиция заслуживает внимания. Вместе с тем необходимо отметить, что изменение положений самого Договора о ЕАЭС представляется маловероятным, поэтому при совершенствовании нормативной базы в данном направлении упор должен быть сделан на разработку и введение в действие приложений к нему и нормативных актов, выпускаемых в развитие данного Договора.

3. Для снижения транзакционных издержек использования валют стран ЕАЭС в других странах ЕАЭС необходимо:
- сократить издержки коммерческих банков, связанные с начислением резервов по кредитам, выданным в валюте стран ЕАЭС, отличной от валюты страны ведения кредитных операций;
 - отменить запреты на формирование уставного капитала коммерческих банков в странах Союза в валюте страны ЕАЭС, отличной от валюты страны базирования таких банков.

В настоящее время условия кредитования в валютах стран ЕАЭС, отличных от денежных единиц страны проведения кредитных операций, ничем не отличаются от условий кредитования в долларах, евро и других валютах третьих стран. С учетом более высоких спрэдов по валютам стран ЕАЭС это ставит их в менее выгодное положение по сравнению с резервными валютами в качестве валюты кредитования.

«С точки зрения регулирования стран ЕАЭС, например, рубль не воспринимается более близкой валютой, чем доллар и евро».

Наибольшее воздействие данное обстоятельство оказывает на дочерние банки крупных кредитных организаций стран Союза, работающие в других государствах ЕАЭС, кроме страны базирования материнского банка.

Предлагается приравнять валюты стран ЕАЭС для целей расчета резервных требований к национальной валюте.

В ситуации, когда коммерческий банк одной из стран ЕАЭС создает дочерний банк в другой стране ЕАЭС, необходимость формирования уставного капитала дочернего банка в валюте страны его базирования (или тем более в долларах США) означает увеличение издержек создания такого банка, включая повышение валютных рисков для материнской организации.

Предлагается разрешить формирование уставного капитала банков, являющихся дочерними организациями коммерческого банка другой страны ЕАЭС, в том числе в валюте страны базирования материнского банка.

4. Для повышения инвестиционной привлекательности рынков ценных бумаг стран ЕАЭС, а также для увеличения эффективности управления ликвидностью на всех рынках стран-участниц необходимо привести налоговый режим облигаций всех стран Союза в соответствие с налоговым режимом, предусмотренным для государственных ценных бумаг государств — участников Союзного государства России и Беларуси.

«Коммерческому банку невозможно управлять ликвидностью без использования рынка ценных бумаг, в первую очередь без государственных облигаций».

В настоящее время, если процентный доход по государственным облигациям облагается налогом, возникает разный налоговый режим для покупки суверенных ценных бумаг государства, резидентом которого является банк, и суверенных ценных бумаг других государств ЕАЭС, за исключением участников Союзного государства. Данное обстоятельство существенно сокращает возможности присутствия коммерческих банков стран ЕАЭС на рынках друг друга, уменьшает потенциал трансграничного инвестирования между странами ЕАЭС. Применительно к российскому налоговому законодательству речь идет о внесении изменений в статьи 214.1 (пункт 13), 217 (подпункт 25), 281, 284 (пункт 4, подпункт 1) Налогового кодекса РФ.

В связи с этим предлагается привести режим налогообложения доходов по облигациям всех стран ЕАЭС в соответствие с налоговым режимом, предусмотренным для государственных ценных бумаг государств — участников Союзного государства.

Ожидания экономического сообщества в отношении ЕАБР

Исследование показало, что бизнес на уровне предприятий мало информирован о работе Евразийского банка развития. Исключение составляют лишь некоторые крупные предприятия, чей сбыт в основном ориентирован на рынки СНГ.

По мнению экспортеров, конкретные предприятия и Евразийский банк развития находятся «в параллельных мирах». Бизнесу пока мало известно о Банке, его возможностях. Считается, что он занимается системными функциями, при этом непонятна его «деловая роль».

«Не секрет, что и Евразийская комиссия в целом, и Евразийский банк, все остальные институты интеграции воспринимаются как «надстройка». Непонятно, чем фактически они полезны для предприятий. Предприятия о них не знают, даже те возможности, которые у них есть, ими почти никто не пользуется. Есть «разрыв» между «высокими» институтами интеграции и экономикой «на земле».

Среди ответов на вопрос «Какую роль может сыграть Евразийский банк развития в реализации мер, нацеленных на усиление роли национальных валют?» следует отметить два наиболее концептуальных предложения:

1. С учетом статьи 4 Договора о ЕАЭС, разработка и реализация проектов, направленных на кооперацию экономик стран Союза. В данном случае респонденты предполагают, что ЕАБР может сыграть важную роль в укреплении фундаментальных факторов, лежащих в основе усиления роли национальных валют стран ЕАЭС. Действительно, разработка и реализация совместных проектов с участием резидентов разных стран ЕАЭС создает потребности во взаимных расчетах, и объективно такие потребности могут предполагать прямую конвертацию валют ЕАЭС друг в друга без использования валют третьих стран. Кроме того, реализация совместных проектов повышает потенциал взаимной торговли и расширяет перечень ее направлений. Другими словами, проектная деятельность ЕАБР, нацеленная на развитие новых направлений торговли, объективно способствует усилению роли национальных валют стран ЕАЭС.

2. Стимулирование роста экспортного потенциала стран ЕАЭС (с учетом специфики конкретной страны). Данное предложение респондентов указывает на возможности ЕАБР по прямому взаимодействию с экспортерами, в рамках которого кредитование последних могло бы осуществляться в национальных валютах. Кроме того, ЕАБР, по мнению респондентов, мог бы оказывать услуги по хеджированию и диверсификации рисков экспортно-импортных операций между резидентами стран ЕАЭС.

Начальник финансового управления одного из крупных предприятий, ориентированных на рынки СНГ, говорит об исключительном потенциале Банка:

«ЕАБР — единственный эффективный институт для координации работы на валютно-финансовом рынке, обладающий должными ресурсами и запасом доверия как стран — участниц Банка, так и других государств региона».

При ответе на вопрос, что может сделать ЕАБР для усиления роли национальных валют, были высказаны следующие ожидания:

- развитие рублевого кредитования и кредитования в нацвалютах;
- создание удобной системы международного клиринга во взаимных расчетах.

Возможно, предложение о системе клиринга надо адресовать не ЕАБР непосредственно, а Евразийской комиссии или другим финансовым институтам, таким как Межгосударственный банк. Следует иметь в виду, что в ходе опроса еще ряд представителей бизнеса из разных стран независимо друг от друга высказали такую идею. Следовательно, запрос на такую функцию в бизнесе есть. И адресуют они его почему-то ЕАБР. Вероятно, сказывается представление об особой роли Евразийского банка в координации работы на валютно-финансовом рынке ЕАЭС.

Высказывается предложение «стратегического партнерства» ЕАБР с экспортерами.

«Банк может себя позиционировать как проводник российского (и казахского) бизнеса в евразийском пространстве и предлагать для этого удобные инструменты. Если в стратегии Евразийского банка будет выход «в розницу» и в работу с экспортерами, с юрлицами по межстрановым в том числе операциям — это, нам кажется, была бы оправданная, интересная миссия. Здесь можно с нами напрямую взаимодействовать».

По словам представителей экспортеров, бизнес объективно нуждается в таком банке-проводнике, идущем на опережение административно-политических интеграционных процессов.

«Сейчас из таких наиболее практических шагов стали активизироваться заключения соглашений о зонах свободной торговли. Вот с Вьетнамом заключили, но пока тоже не очень здорово эта тема развивается. Вьетнамский рынок перспективен, но дело пока не пошло. То есть соглашение о свободной торговле есть, а бизнес этим не пользуется, недостаточно оно продвигается, недостаточно выгодные условия там прописаны. Мы помогаем сейчас Евразийской комиссии как-то немножко свести их с экспортерами. В освоении зон свободной торговли российским бизнесом и партнерами по ЕАЭС нам видится возможная стратегическая роль ЕАБР».

«То есть предоставить предприятиям, которые занимаются российским экспортом туда или поставками оттуда, линейку инструментов и соответствующих услуг — эта ниша по зонам свободной торговли сейчас действительно не занята».

Речь идет не только о возможной кредитной поддержке, по словам экспортеров, весьма востребована и «гарантийная поддержка». Гарантии со стороны ЕАБР могут значительно улучшить условия кредитования предприятий в других банках.

«То есть идти на шаг впереди ЕАЭС и привлекать непосредственно страны, которые вошли в зону свободной торговли с нами. Форсайт экономической интеграции».

Проектно-инвестиционный подход

По мнению многих экспертов, экономическая интеграция ЕАЭС, основанная на снятии торговых барьеров, не самодостаточна. Ресурс «товарной интеграции» ограничен.

«Надо, чтобы было чем торговать, кроме сырья».

Новым драйвером интеграции может стать пакет стратегических инвестиционных проектов в области промышленности, АПК, инфраструктуры. Стратегические инвестпроекты занимают одну из лидирующих позиций в рейтинге факторов усиления роли национальных валют (их отметили 52% экспертов).

Однако экспертов тревожит, что в повестке дня интеграции ЕАЭС стратегические инвестпроекты почти не обсуждаются, о них трудно получить информацию (либо доступные сведения противоречивы и ненадежны). Непонятны возможности для бизнеса наших стран в таких проектах.

«Если Китай идет в нашу экономическую зону с пакетом производственных и инфраструктурных проектов — «Один пояс — один путь», — мы ограничиваемся в основном таможенными делами».

«Ни о каких проектах ЕАЭС больших не известно, хотя должны быть. Это колоссальная проблема, но именно проекты создают рынок».

«Основной дефицит и основной ресурс дальнейшей интеграции — это проекты».

«Надо разрабатывать проекты. Причем разрабатывать в какой-то системе, чтобы они взаимно усиливали друг друга, и так далее. Проблема не только в деньгах. Даже при всех санкционных моментах у РФ и у Казахстана есть внутренние ресурсы, и можно привлечь на внешних рынках аккуратно — в конце концов, через тот же Казахстан, если брать Центральную Азию».

Есть ожидание, что работа по совместным евразийским проектам будет организована и систематизирована. И экономическое сообщество определенные надежды возлагает на Евразийский банк развития.

Во-первых, высказывается предложение, чтобы ЕАБР стал авторитетным центром координации и кооперации институтов развития, проекты которого могут осуществляться в странах ЕАЭС и в Таджикистане. Возможны альянсы институтов развития в подготовке, софинансировании и продвижении проектов, в коммуникациях с бизнесом. Одно из перспективных направлений — взаимодействие ЕАБР с азиатскими институтами развития (в том числе китайскими).

Во-вторых, высказывается идея создания «проектного офиса евразийской интеграции» по инициативе ЕАБР с подключением других институтов развития и, возможно, корпораций.

«Создать проектный офис под евразийские проекты. Правительство создало проектный офис в РФ. ВЭБ создал проектный офис...² Правительство Казахстана создает проектный офис (Delivery unit) с привлечением международных консультантов. А кто наладит системную проектную работу ЕАЭС?»

Такой экспертной панели по евразийским проектам пока не создано, эта ниша остается свободной. Панель тестирования инвестпроектов, если будет создаваться, должна с самого начала быть международной. Возможными «интересантами» могут быть российские, казахстанские и азиатские институты развития.

В-третьих, эксперты отмечают оживление среднего бизнеса наших стран в сфере приграничного сотрудничества. В рейтинге факторов усиления роли национальных валют приграничное экономическое сотрудничество занимает одну из лидирующих позиций. Проекты среднего бизнеса нуждаются в кредитной, инвестиционной, гарантийной поддержке. Есть ожидание, что по инициативе ЕАБР (с подключением других банков) будут разработаны программы такой поддержки.

Платежная индустрия 4.0

Представители биржи отмечают быстро идущий сейчас в передовых странах технологический прогресс в сфере платежей, платежных систем, финансовой кибербезопасности, интернет-банкинга. Перед всеми странами ЕАЭС — общий вызов новейших финансовых технологий. Здесь видится большой потенциал для совместной работы Евразийского банка развития и центральных банков стран ЕАЭС. В этой сфере могут быть реализованы специальные совместные проекты: технологии, обучение, продвижение.

Какую роль может сыграть ЕАБР в реализации мер, нацеленных на рост доли платежей в национальных валютах?

«Проводить больше операций в национальных валютах на финансовых рынках: кредитование и выпуск облигаций в национальных валютах».

«Маркетмейкерство по национальным валютам на биржевых валютных рынках стран ЕАЭС».

«Вместе с нацбанками помочь проводить общую технологическую политику в организации платежей и расчетов».

² Папченкова, Базанова, 2016.

3. Фундаментальные причины формирования препятствий для усиления роли национальных валют стран ЕАЭС и возможности их преодоления

Классификация препятствий

Следует признать, что предложение попытаться разложить причины, обуславливающие формирование препятствий для усиления роли национальных валют стран ЕАЭС, на отдельные формализованные факторы не было поддержано респондентами. Несмотря на то что большинство из них выделили те или иные факторы из предложенных, общее мнение состояло в том, что на решение экономических субъектов использовать или нет национальные валюты стран ЕАЭС влияет весь набор предложенных факторов (экономические, юридические, политические, иногда назывались организационные). Действительно, сложно определить какую-то одну, главную причину, предопределяющую уровень использования национальных валют стран ЕАЭС во взаимном обороте. Существует достаточно большое количество причин различной степени важности, которые в комплексе влияют на решение экономических агентов стран ЕАЭС о применении национальных валют этих стран при проведении внешнеэкономических операций.

Вместе с тем неоднократно подчеркивалось, что основные причины выбора валюты транзакций лежат в экономической области и не связаны (либо связаны в меньшей мере) с нормативными (юридическими) препятствиями. В тех случаях, когда респонденты указывали на препятствия юридического характера (связанные с действующим нормативным регулированием и/или надзорной практикой), они, как правило, не могли четко указать, что именно имеется в виду. Лишь ограниченное количество респондентов, говоря о препятствиях юридического характера, имели в виду конкретные действующие нормы (либо их отсутствие). При этом они трактовали их не столько как препятствие действующего регулирования, сколько как отсутствие стимулирующих механизмов к более активному использованию национальных валют стран ЕАЭС, которые могли быть реализованы в нормативных актах. Другими словами, проблема не в «защитных в регулировании» препятствиях, а в отсутствии политики, стимулирующей экономических агентов к более активному использованию национальных валют.

В отдельных ответах политические факторы также назывались в качестве причин, влияющих на активность использования национальных валют стран ЕАЭС во внешнеэкономических операциях резидентов этих стран. Высказывались пожелания наладить более активное политическое взаимодействие, которое, по мнению опрошенных, является предпосылкой более активного использования национальных валют. Вместе с тем артикулировалась и противоположная позиция, что излишняя

политизированность процесса евроазиатской интеграции вредит реальным экономическим процессам, в рамках которых национальные валюты стран ЕАЭС могут использоваться с той или иной степенью интенсивности.

С точки зрения идеологического освещения процесса явно выделяются два подхода к евразийской интеграции:

1) «лозунговый», рекламируемый СМИ и политиками, но имеющий мало отношения к экономической реальности;

2) «приземленный», проявляющийся на уровне граждан и реальных хозяйствующих субъектов, ставящих конкретные цели и сталкивающихся с конкретными ограничениями.

В некоторых аспектах эти два подхода начинают противоречить друг другу, в том числе в части активности использования национальных валют стран ЕАЭС. В рамках первого подхода усиление роли национальных валют в странах Союза воспринимается как цель, связанная с необходимостью «отвечать на геополитические вызовы», «снизить зависимость от ведущих враждебную политику стран — эмитентов свободно конвертируемых валют». В рамках второго подхода усиление роли национальных валют в странах ЕАЭС воспринимается как средство, призванное обеспечить более высокий уровень интеграции в целях повышения экономической эффективности в государствах Союза.

Кроме того, преобладание «лозунгового» подхода к интеграции, характерное для первых шагов формирования ЕАЭС и ее нормативно-правовых основ, корреспондирует с декларативным характером многих положений Договора о ЕАЭС, в том числе непосредственно влияющих на валютную интеграцию.

В случае трактовки усиления роли национальных валют в странах ЕАЭС как политической цели возникают риски снижения экономической эффективности, так как такое усиление без учета экономических реалий либо ведет к росту транзакционных издержек хозяйствующих субъектов (в силу существенно более низкой ликвидности валютных рынков стран ЕАЭС по сравнению с рынками резервных валют и, соответственно, более высоких затрат на прямую конвертацию валют стран ЕАЭС друг в друга без использования в качестве промежуточного звена резервных валют), либо требует дополнительных расходов (которые могут быть только государственными) на создание механизмов, снижающих эти транзакционные издержки.

Таким образом, в целом иерархическая классификация препятствий для усиления роли национальных валют стран ЕАЭС во внешнеторговом обороте выглядит следующим образом:

- 1) экономические препятствия;
- 2) ограничения политического характера;
- 3) юридические препятствия (регуляторные ограничения; правовые барьеры; отсутствие в регулировании стимулов к использованию экономическими агентами во внешнеторговом обороте валют стран ЕАЭС).

При этом все упомянутые факторы оказывают комплексное воздействие на принятие экономическими агентами решения об использовании национальных валют во внешнеэкономическом обороте.

Экономические препятствия

Наиболее значимым непосредственным экономическим препятствием для роста доли национальных валют стран ЕАЭС во внешнеторговом обороте в рамках Евразийского экономического союза являются высокие транзакционные издержки их использования. Прежде всего это касается издержек, связанных с конвертацией в рамках проведения внешнеторговых операций. Кроме того, высокий уровень транзакционных издержек обусловлен отсутствием возможности эффективного долгосрочного держания этих валют (то есть использования в качестве резервов экономических агентов и государств), а также неудобством их применения при проведении инвестиционных операций.

Высокие транзакционные издержки, являясь непосредственной причиной сдерживания роста значимости национальных валют ЕАЭС во внешнеторговом обороте, формируются в результате действия ряда фундаментальных факторов:

- незначительный размер экономик и финансовых рынков стран ЕАЭС по сравнению с национальными экономиками и рынками стран — эмитентов резервных валют (следствием чего являются низкая ликвидность рынков валют стран ЕАЭС и повышенная волатильность их курсов);
- относительно невысокая доля внешнеторгового оборота между странами ЕАЭС в общем объеме их экспортно-импортных операций; недостаточный объем общих проектов; отсутствие транснациональных корпораций, специализирующихся на операциях в рамках ЕАЭС; невысокий уровень специализации национальных экономик в несырьевых секторах; небольшой объем трансграничных инвестиций между странами ЕАЭС (следствием чего является низкий спрос на валюты стран ЕАЭС в союзных государствах);
- сложившаяся структура экономик стран ЕАЭС;
- отсутствие должного уровня макроэкономической стабильности в странах ЕАЭС, слабая согласованность их макроэкономической политики, большой разброс значений ключевых макроэкономических параметров (следствием чего является низкий потенциал использования национальных валют стран ЕАЭС в качестве инструментов сохранения стоимости, а следовательно, и в качестве резервных валют);
- отсутствие развитых финансовых рынков в большинстве стран ЕАЭС, прежде всего рынков капитала, а также единых финансовых рынков ЕАЭС, доступ на которые могли бы иметь резиденты всех стран Евразийского экономического союза, или, по крайней мере, единых расчетных систем;
- отсутствие механизмов хеджирования валютных рисков;
- сложившиеся стандарты выражения стоимости биржевых (сырьевых) товаров на мировых рынках в долларах США;
- низкий уровень защиты прав собственности, особенно по отношению к иностранным инвесторам и предпринимателям, и в целом недостаточно благоприятный инвестиционный климат в странах ЕАЭС, заставляющий инвесторов скрываться за «офшорными вывесками» и, соответственно, использовать резервные валюты;

— воздействие со стороны крупнейшей в мире китайской экономики (быстрый рост экономики КНР, ее торгово-инвестиционная экспансия и интернационализация юаня оказывают серьезное влияние на ожидания хозяйствующих субъектов. С одной стороны, это сдерживает развитие потенциала расчетов в национальных валютах ЕАЭС, но с другой стороны, наглядно демонстрирует риски утраты конкурентоспособности евразийского интеграционного проекта).

Таким образом, в группе экономических препятствий для усиления роли национальных валют стран ЕАЭС мы объединили как макроэкономические, так и микроэкономические причины. Кроме того, к данной категории были отнесены и препятствия, которые в рамках опроса характеризовались как «организационно-технические» (необходимость выражать цены на товары в долларах; использование транснациональными корпорациями доллара в качестве валюты внутреннего и бухгалтерского учета и единицы оценки финансовых результатов; использование «офшорных оболочек» и другие).

В условиях глобализации абсолютный размер национальных экономик становится важной предпосылкой их лидерства в мировой хозяйственной системе. Одно из проявлений такого лидерства — активное применение национальной валюты страны-лидера в международной торговле и инвестировании, что создает на нее дополнительный спрос и формирует предпосылки для ее превращения в полноценную резервную денежную единицу (Буклемишев, Данилов, 2015. С. 5, 9). Спрэд по таким валютам стремится к нулю, а эффективное выполнение ими функции сохранения стоимости стимулирует инвестиционный спрос на финансовые инструменты, выраженные в этих валютах.

В такой ситуации предложить экономическим субъектам использовать для расчетов и инвестиций иную валюту крайне сложно — за исключением ограниченного количества ситуаций, экономические агенты предпочтут использовать резервные валюты. При этом стандартной становится ситуация, когда переход из одной мягкой валюты в другую выгоднее осуществлять через резервную валюту, так как спрэд по таким сделкам будет существенно ниже, чем по конверсионным сделкам с прочими валютами. Использование последних для инвестирования также неэффективно в подавляющем большинстве случаев, поскольку волатильность их обменных курсов традиционно значительно выше, чем у резервных валют, а выраженные в них надежные финансовые инструменты отсутствуют.

Данный тезис может быть проиллюстрирован простейшим расчетом. Прямая конвертация рубля в валюту другой страны ЕАЭС означает дополнительные потери, примерно равные размеру спреда по котировкам данной валютной пары. По некоторым оценкам, такой спрэд по безналичным операциям находится в диапазоне от 1 до 5%. При проведении конвертации в два шага, с использованием в качестве промежуточного инструмента какой-либо резервной валюты, например доллара США, потери на конвертацию будут заметно меньше. Спрэд по паре рубль/доллар фактически отсутствует (по оценкам Московской биржи, в настоящее время по крупным лотам спрэд составляет 0.02%), спрэды по конвертации доллара в другую валюту стран ЕАЭС крайне незначительны (в любом случае не выходят за пределы 1%).

Таким образом, при прямой конвертации затраты составят от 1% (минимум) до 5% (максимум), а при конвертации с использованием доллара США как промежуточного инструмента конверсии — до 1% (максимум)³.

Относительно невысокая доля оборота между странами ЕАЭС в общем объеме их экспортно-импортных операций в определенной мере является следствием незначительного размера этих экономик и слабых взаимных экономических связей. Россия в своих внешнеэкономических контактах ориентируется в большей мере на страны Евросоюза и Китай, чем на некрупные экономики стран ЕАЭС, которые, в свою очередь, также зачастую сильно ориентированы на мировых лидеров.

Связи внутри ЕАЭС могли бы складываться на основе разделения труда под воздействием различных факторов, которые в рамках Союза в настоящее время отсутствуют. Среди таких факторов следует указать:

- наличие общих производственных, инфраструктурных и инвестиционных проектов;
- транснациональные корпорации, присутствующие на всех рынках стран ЕАЭС и специализирующиеся на операциях в рамках данного интеграционного объединения (так, по оценкам одного из респондентов, доля Сбербанка на рынках банковских услуг стран ЕАЭС не превышает 10%);
- высокий уровень специализации экономик стран в рамках данного интеграционного объединения, основанный на эффективном разделении труда;
- большой объем трансграничных инвестиций между странами, который бы приводил, во-первых, к приходу инвесторов и предпринимателей из стран ЕАЭС на национальные рынки, увеличивая использование национальных валют страны базирования и принимающей страны; во-вторых, к увеличению объема инвестиций, выраженных в валютах стран ЕАЭС.

Отсутствие целого ряда фундаментальных предпосылок для развития экономических связей между экономиками ЕАЭС существенно снижает потенциал спроса на национальные валюты стран Союза, увеличивая транзакционные издержки их использования, что естественным образом снижает долю национальных валют во внешнеэкономических операциях резидентов этих стран.

Сложившаяся структура экономик стран ЕАЭС неблагоприятна для снижения транзакционных издержек использования национальных валют этих стран и, соответственно, повышения их доли в расчетах и инвестициях по следующим параметрам:

- большая доля во внешнеторговом обороте сырьевых товаров, цены на которые на мировых рынках традиционно выражаются в долларах;
- высокий уровень концентрации в большинстве экономик стран ЕАЭС, низкая доля малого и среднего бизнеса;
- значительная часть внешнеторгового оборота приходится на относительно узкий спектр товарных групп, что отражает низкий уровень диверсификации экономик стран ЕАЭС.

³ Подчеркнем, что при расчете мы пренебрегаем биржевыми комиссионными — на Московской бирже (именно через нее целесообразно проводить конвертацию рубля в доллар) они составляют сотые или даже тысячные доли процента.

Низкая доля малого и среднего бизнеса в национальных экономиках ЕАЭС является фундаментальным фактором, сдерживающим рост значимости национальных валют стран ЕАЭС. Респонденты в целом сошлись на том, что интерес к евразийской интеграции у крупнейших национальных компаний уже прошел, они достигли своих целей в рамках первых («политических») шагов интеграции. Более того, в отдельных случаях наблюдаются обратные тенденции: по оценкам некоторых респондентов, крупнейшие российские корпорации начинают сокращать свое присутствие в других странах ЕАЭС, руководствуясь уже не столько «политическими» факторами, сколько экономическими. Впрочем, наличие интеграционного проекта на постсоветском пространстве продолжает оставаться для них (региональных транснациональных корпораций — ТНК) важным мобилизационным фактором для экспорта капитала (ЦИИ ЕАБР, 2017. С. 43). Тем не менее в ближайшие годы, по-видимому, спрос на интеграционные процессы будет исходить в основном от средних и отчасти мелких предприятий.

«Именно малый и средний бизнес вовлекался более активно в товарооборот после создания ЕАЭС, потому что для МСБ таможенные процедуры были дороги».

Но, учитывая, что доля этих групп компаний в структуре экономик стран ЕАЭС относительно невелика, увеличение спроса на национальные валюты с их стороны будет ограниченным.

Без увеличения товарной номенклатуры торговли вследствие диверсификации национальных экономик, внедрения инновационных продуктов, а также углубления специализации в рамках ЕАЭС заметного расширения зоны рубля и других валют стран-участниц добиться будет сложно.

Отсутствие должного уровня макроэкономической стабильности в странах ЕАЭС способствует высокой волатильности их валют, существенно сокращая стимул к держанию этих валют у экономических агентов. Ряд респондентов считают, что макроэкономическая стабильность — важнейший фактор усиления роли национальных валют, некоторые из них добавляют, что он становится основным в ситуации отсутствия экономических стимулов к повышению роли национальных валют. У экономических агентов нет доверия к денежно-кредитной политике, нет уверенности в устойчивости важнейших макроэкономических параметров и, соответственно, нет доверия к национальным валютам.

Отсутствие в большинстве стран ЕАЭС развитых финансовых рынков, прежде всего рынков капитала, существенно снижает привлекательность инвестиций в эти страны, в первую очередь портфельных, для которых особенно важна возможность «выхода из инвестиций», что предполагает наличие ликвидного рынка. Объем взаимных трансграничных портфельных инвестиций в странах ЕАЭС мизерный: если не учитывать вложения «ЛУКОЙЛа» в миноритарный (5%) пакет ТОО «Тенгизшевронойл», объем накопленных взаимных портфельных инвестиций по состоянию на конец 2015 года достиг всего лишь \$0.5 млрд (ЦИИ ЕАБР, 2016. С. 38). Такой уровень взаимного инвестирования не может создать сколько-нибудь заметного, даже гипотетического, спроса на национальные валюты стран ЕАЭС.

«Спрос со стороны инвесторов вообще минимален, проекты точечные, трансграничные инвестиции копеечные. Об этом факторе роста роли национальных валют и не говорит никто именно потому, что масштабы трансграничных инвестиций настолько малы, что их никто не замечает».

Многие респонденты считают неразвитость рынка капитала и финансовых рынков ключевым препятствием для роста роли национальных валют ЕАЭС.

Другим важнейшим негативным следствием для усиления роли национальных валют является то, что невозможно сформировать в таких условиях ликвидные рынки валютных пар стран ЕАЭС. Отсутствие ликвидности рынков национальных валют стран ЕАЭС — важнейшая причина высоких транзакционных издержек, сопровождающих операции в этих валютах.

Теоретически национальные валютные рынки и рынки ценных бумаг могут быть замещены единым финансовым рынком всего интеграционного объединения, на котором концентрируются объемы сделок со всеми валютами и ценными бумагами этого интеграционного объединения. Но такие рынки в ЕАЭС также отсутствуют.

При отсутствии ликвидных национальных финансовых рынков и единых финансовых рынков ЕАЭС снижению транзакционных издержек использования национальных валют могла бы способствовать единая расчетная система, объединяющая национальные и финансовые рынки в части исполнения сделок. Но таких систем в ЕАЭС тоже пока не создано.

Важнейшим фактором высоких транзакционных издержек использования национальных валют стран ЕАЭС является отсутствие механизмов хеджирования валютных рисков. В данном случае речь идет прежде всего о рынках производных финансовых инструментов, посредством которых экономические агенты могли бы страховать (перераспределять) риски, связанные с неблагоприятным движением курса валюты, в которой у экономического агента открыта позиция (для проведения расчетов за товары и услуги или с целью осуществления инвестиционных операций). Такие рынки в рамках ЕАЭС отсутствуют.

Но, кроме того, отсутствуют и иные (внебиржевые) механизмы хеджирования валютных рисков, которые могли бы развивать коммерческие банки для своих клиентов, вовлеченных во внешнеэкономические операции в рамках ЕАЭС.

«Не хватает российских банков, которые имели бы интерес к открытию банков в других странах ЕАЭС и к проведению в этих странах операций в рублях. Говорят, что их не пускают, но никто не приходил и не называл конкретные проблемы. То есть не хотят сами за это бороться».

Расширению зоны применения национальных валют препятствуют сложившиеся стандарты выражения стоимости биржевых (сырьевых) товаров в долларах на мировых рынках. То есть в настоящее время установление цен на сырьевые (биржевые) товары в национальных валютах при проведении сделок на внешнем рынке не несет никаких экономических выгод, а, напротив, порождает дополнительные валютные риски. Поэтому предложения по административному принуждению экономических

агентов к выражению цен на сырье (или другие аналогичные товары, традиционно котируемые в долларах и других резервных валютах) в национальных валютах ЕАЭС необходимо отвергнуть как экономически несостоятельные.

Кардинально сокращают объем взаимных трансграничных инвестиций всех видов низкий уровень защиты прав собственности, особенно по отношению к иностранным инвесторам и предпринимателям, и в целом недостаточно благоприятный инвестиционный климат в странах ЕАЭС. Плохой инвестиционный климат заставляет инвесторов скрываться за «офшорными вывесками» и, соответственно, использовать резервные валюты.

Препятствия политического характера

К ограничениям политического характера, кроме описанной выше ситуации, когда усиление роли национальных валют воспринимается как цель, а не как средство повышения экономической эффективности и увеличения социально-экономических выгод от интеграции, следует также отнести:

- время от времени отмечаемые тенденции к усилению экономической закрытости и отторжению иностранных предпринимателей и инвесторов, высокий уровень взаимного недоверия, боязнь утраты части суверенитета или контроля над стратегическими национальными активами;
- неготовность и/или нежелание государств ЕАЭС вести операции (в том числе предоставлять межгосударственные кредиты) в национальных валютах;
- низкое качество согласования странами ЕАЭС национальных мер государственной экономической политики в рамках Союза;
- отсутствие четких долгосрочных планов развития интеграционного сообщества.

При отсутствии значимых формальных барьеров для иностранных инвестиций и декларировании принципов открытости экономики на практике иностранные инвесторы и предприниматели воспринимаются во многих случаях как нежелательные участники конкуренции на национальных рынках. Создавая неформальные барьеры для входа иностранных инвесторов, страны ЕАЭС предопределяют их более высокие транзакционные издержки, худшую конкурентную позицию. Это, по оценкам ряда респондентов, существенно сокращает объем взаимных инвестиций между странами Союза, представляя собой фактор ограничения доли национальных валют в инвестиционных процессах и опосредованно фактор сокращения объема взаимной торговли.

Высокий уровень взаимного недоверия, опасения потерять часть суверенитета или контроль над национальными активами — проблема, имеющая не столько политический, сколько политико-психологический характер. Но она существенно сокращает взаимное присутствие предпринимателей и инвесторов в сопредельных странах, сокращая тем самым спрос на национальные валюты.

О том, что цели экономического развития и политические цели евразийской интеграции не совпадают или даже противоречат друг другу, говорили несколько респондентов. При этом необходимо отметить, что такое понимание свойственно прежде всего стратегически мыслящим экспертам.

«Те несуразные попытки сделать это (перейти на расчеты в национальных валютах) как-то ускоренно, сверху вниз, административно, за последние десятилетия существенно ухудшили возможность реализации такого рода мер».

На стыке экономики и политики находится такая фундаментальная причина роста транзакционных издержек использования национальных валют, как неготовность самих государств ЕАЭС вести операции в национальных валютах. Так как государственные трансферты между странами Союза занимают значительную долю в трансграничных платежах, это оказывает существенное влияние на формирование их структуры и, соответственно, на размер потоков национальных валют, приходящих в ту или иную страну ЕАЭС.

Отдельный случай — предоставление межгосударственных кредитов в национальных валютах. В отличие от предыдущего примера, в данном случае наблюдается определенный баланс выгод и рисков от возможного решения предоставлять межгосударственные кредиты в рамках ЕАЭС в национальных валютах. Безусловно, в данном случае целесообразно рассматривать только вариант выдачи таких кредитов в валюте страны-кредитора, в противном случае риски для кредитора слишком высоки. Однако выдача межгосударственных кредитов в валюте страны-кредитора встречает возражение или скепсис высокопоставленных стратегических экспертов.

«Тема «давайте кредиты в рублях» не работает, потому что в первую очередь на этом погорит РФ. Страны ЕАЭС готовы брать кредиты в рублях, но риски для российского бюджета (в случае межгосударственных кредитов) слишком высоки».

«Государственные (межгосударственные) кредиты в странах ЕАЭС фиксируются в долларах; коммерческие кредиты фиксируются в долларах. Первичная причина этого в том, что экспортные контракты фиксируются в долларах. В этой ситуации странно призывать переходить к рублю, когда и государство, и корпорации финансируют в долларах... Мощный стимул — предлагать рублевые кредиты, но мы боимся это делать, сами не доверяя рублю».

Но, как представляется, риски при выдаче Россией государственных кредитов в рублях возникают только в том случае, когда они выдаются за счет Резервного фонда или Фонда национального благосостояния, учет активов которых ведется в долларах. Во всех остальных случаях (если источник, за счет которого выдается такой кредит, выражен в рублях) такие риски отсутствуют.

Мы классифицировали как проблему преимущественно политического характера низкое качество согласования государственной политики (многие респонденты говорят о полном отсутствии таких согласований в практике работы ЕАЭС как интеграционного объединения). Несмотря на то что Договором о ЕАЭС предусмотрено согласование, в частности, мер макроэкономической и валютной политики, которые оказывают наибольшее влияние на возможности использования национальных валют стран ЕАЭС, в реальности либо такого согласования нет, либо его результаты

крайне неудовлетворительны с точки зрения повышения роли национальных валют стран ЕАЭС (Тавадян, 2017).

К политическим ограничениям следует отнести и такую проблему, как отсутствие четких долгосрочных планов развития интеграционного сообщества, включая планы конкретных мероприятий по повышению уровня интеграции, сближению национальной экономической политики, гармонизации национальных законодательств и так далее. На необходимость наличия таких планов указывают многие респонденты, в первую очередь из бизнеса, так как для долгосрочных проектов знание перспектив интеграции, включая валютную интеграцию, имеет исключительно большое значение.

Юридические препятствия

Многие респонденты отмечали, что юридических препятствий для роста роли национальных валют ЕАЭС либо нет, либо они незначительны.

«Юридических барьеров нет». «Проблемы не в нормативном регулировании, не в законодательстве, не в регулировании и надзоре». «Никаких нормативных, юридических ограничений (в том числе мер валютного контроля) для использования рубля в международных расчетах нет».

Даже если респонденты называли какие-либо положения нормативных актов, которые следовало бы изменить для повышения роли национальных валют, они предпочитали классифицировать данную ситуацию не как юридическое препятствие, а как отсутствие стимулирующих механизмов либо как отсутствие интереса со стороны экономических агентов.

Мы выделили три фактора, препятствующих усилению роли национальных валют, которые можно охарактеризовать как юридические (нормативные) ограничения:

- действующая редакция подпункта 10 пункта 3 Протокола о мерах, направленных на проведение согласованной валютной политики (Приложение № 15 к Договору о ЕАЭС);
- недостаточно конкретная (декларативная) редакция статей 63 и 64 Договора о ЕАЭС (соответственно «Основные макроэкономические показатели, определяющие устойчивость экономического развития» и «Цели и принципы согласованной валютной политики»);
- отсутствие в национальных законодательствах норм, приближающих национальные валюты других стран ЕАЭС к статусу внутренней валюты, а налоговый режим для инвестиций из стран ЕАЭС в финансовые инструменты на внутреннем финансовом рынке — к налоговому режиму внутренних инвестиций в те же инструменты.

Необходимо отметить, что первое и третье из перечисленных нами юридических ограничений создают препятствия для одних и тех же операций, среди которых респонденты выделяли выдачу кредитов в национальных валютах на территории других стран ЕАЭС. Данные ограничения приводят к необходимости для банка, оперирующего на территории иной страны ЕАЭС, чем страна его регистрации, при

выдаче кредитов в своей национальной валюте формировать резервы под данные ссуды в повышенных размерах, что делает предоставление таких кредитов невыгодным.

«Ничего в резервировании не ставит российский коммерческий банк в привилегированное положение (по сравнению с банками из дальнего зарубежья). Рубль нигде в ЕАЭС не считается конвертируемым или внутренней валютой (для целей резервирования). Кредиты, которые «дочка» раздает в рублях, должны сопровождаться начислением резервов (больших, чем в национальных валютах, и таких же, как и по долларовым кредитам). С точки зрения регулирования стран ЕАЭС рубль не воспринимается более близкой валютой, чем доллар и евро».

4. Анализ текущего состояния финансового рынка ЕАЭС

Анализ состояния финансовых рынков стран ЕАЭС серьезно затруднен из-за отсутствия полной информации о важнейших параметрах развития некоторых из этих рынков и в целом финансовых секторов народного хозяйства отдельных стран Союза. Кроме того, официальный статистический сборник ЕЭК по финансовым организациям содержит долларовые оценки их активов, методика расчета которых, по-видимому, не соответствует общепринятой. Поэтому мы в расчетах показателей развития финансовых рынков стран ЕАЭС опирались не только на официальные статистические сборники ЕЭК, но и на данные Всемирного банка и других источников; кроме того, мы осуществляли самостоятельный пересчет показателей для получения долларовых оценок и соотношений с ВВП стран, опираясь на показатели развития финансовых рынков и финансовых организаций в странах ЕАЭС в национальных валютах, приведенные в официальных источниках.

Текущее состояние финансовых рынков в странах ЕАЭС существенно ограничивает, во-первых, эффективность прямого обмена их национальных валют (без использования валют третьих стран) и, во-вторых, трансграничные инвестиционные процессы. В основе такого ограничительного влияния лежит прежде всего низкая емкость данных рынков. В соответствии с подходом Всемирного банка (Čihák et al., 2012, 2013), реализованным при построении Глобальной базы данных финансового развития (GFDD), и подходом МВФ (Sahay et al., 2015), реализованным при разработке индекса финансового развития (FDI), емкость национальных финансовых секторов оценивается отдельно по финансовым институтам и финансовым рынкам.

Оценка емкости финансового сектора на основе размера финансовых институтов проводится по показателю размера активов финансовых организаций и может быть проведена по двум основным показателям:

- стоимости финансовых инструментов в обращении (применимо только к рынкам ценных бумаг и рынкам отдельных производных инструментов);
- объему торговли финансовыми инструментами на организованных рынках.

Показатели емкости финансового сектора (финансовых институтов и финансовых рынков) изначально выражаются в национальных валютах стран ЕАЭС. Однако в такой форме выражения они не могут сопоставляться (между собой либо с размером соответствующей национальной экономики).

Сопоставление показателей емкости финансового сектора разных стран ЕАЭС может осуществляться на основе долларовых оценок данных показателей. Для оценки емкости финансовых рынков и размеров финансовых институтов относительно масштаба экономики мы использовали сопоставление стоимостных показателей оценки емкости финансового сектора, выраженных в национальных валютах, и размера ВВП соответствующей страны.

Оценка емкости банковского сектора в странах ЕАЭС (в долларовом выражении и в сопоставлении с объемом национальной экономики) приводится в таблицах 4 и 5.

НАЦИОНАЛЬНЫЕ ВАЛЮТЫ ВО ВЗАИМОРАСЧЕТАХ В РАМКАХ ЕАЭС:
ПРЕПЯТСТВИЯ И ПЕРСПЕКТИВЫ

Таблица 4.
Суммарная стоимость активов банков по странам Союза и в ЕАЭС в целом, \$ млрд

Страна	2012	2013	2014	2015	2016
Россия	1630.07	1754.49	1380.80	1138.81	1319.90
Казахстан	92.21	100.38	100.32	73.67	76.70
Беларусь	37.48	41.55	40.64	33.95	33.80
Армения	6.12	7.26	7.18	7.15	8.30
Кыргызстан	1.85	2.26	2.34	2.35	2.60
Суммарно ЕАЭС	1767.20	1906.10	1531.60	1253.30	1441.30

Источник: рассчитано по данным статистического сборника «Финансовые организации в Евразийском экономическом союзе 2012–2016» (ЕЭК, 2017b).

Таблица 5.
Соотношение активов банков и ВВП по странам ЕАЭС, %

Страна	2012	2013	2014	2015	2016
Россия	74.0	80.9	98.0	99.7	95.6
Казахстан	44.8	43.0	46.0	58.2	55.9
Беларусь	58.0	58.5	61.5	72.2	70.2
Армения	57.9	64.6	70.6	68.5	78.8
Кыргызстан	28.2	31.3	34.3	41.4	38.9

Источник: рассчитано по данным статистического сборника «Финансовые организации в Евразийском экономическом союзе 2012–2016» (ЕЭК, 2017b). Данные по оценке ВВП за 2016 год — Всемирный банк.

Оценка емкости страхового сектора в странах ЕАЭС (в долларовом выражении и в сопоставлении с объемом национальной экономики) приводится в таблицах 6 и 7.

Таблица 6.
Суммарная стоимость активов страховых организаций по странам Союза и в ЕАЭС в целом, \$ млрд

Страна	2012	2013	2014	2015	2016
Россия	39.16	40.24	27.37	22.29	30.81
Казахстан	2.94	3.40	3.07	2.56	2.57
Беларусь	1.67	1.93	1.78	1.36	1.44
Армения	0.10	0.12	0.09	0.09	0.10
Кыргызстан	0.03	0.03	0.04	0.04	0.04
Суммарно ЕАЭС	43.90	45.72	32.35	26.33	34.95

Источник: рассчитано по данным статистического сборника «Финансовые организации в Евразийском экономическом союзе 2012–2016» (ЕЭК, 2017b).

Таблица 7.
Соотношение активов страховых организаций и ВВП по странам ЕАЭС, %

Страна	2012	2013	2014	2015	2016
Россия	1.80	1.80	1.35	1.68	2.47
Казахстан	1.36	1.39	1.35	1.39	1.92
Беларусь	2.63	2.64	2.34	2.48	3.03
Армения	0.89	1.11	0.79	0.81	0.92
Кыргызстан	0.44	0.46	0.57	0.55	0.59

Источник: рассчитано по данным статистического сборника «Финансовые организации в Евразийском экономическом союзе 2012–2016» (ЕЭК, 2017b). Данные по оценке ВВП за 2016 год — Всемирный банк.

4. АНАЛИЗ ТЕКУЩЕГО СОСТОЯНИЯ ФИНАНСОВОГО РЫНКА ЕАЭС

Важным фактором привлекательности иностранных инвестиций, прежде всего портфельных, является наличие емкого и ликвидного рынка акций, который, во-первых, мог бы дать адекватную рыночную оценку объектам инвестирования и, во-вторых, стал бы площадкой для выхода инвестора из проекта без существенного снижения стоимости акций. Оценка емкости рынков акций в странах ЕАЭС (по капитализации — в долларовом выражении и в сопоставлении с объемом национальной экономики; по объему торговли — только в долларовом выражении) приводится в таблицах 8–10. Как представляется, данные этих таблиц свидетельствуют об отсутствии таких рынков на территории стран ЕАЭС. Безусловно, рынок акций России выделяется среди других рынков стран ЕАЭС, но с точки зрения глобальных сопоставлений он также остается недостаточно емким и малоликвидным (в сравнении с другими крупными развивающимися рынками).

Страна	2012	2013	2014	2015	2016
Россия	830.10	773.74	411.75	473.15	622.05
Казахстан	23.50	26.30	23.00	35.60	40.16
Беларусь	0.40	3.70	0.60	0.03	0.06
Армения	0.13	0.15	0.15	0.21	0.28
Кыргызстан	0.16	0.18	0.15	0.16	0.25
Суммарно ЕАЭС	854.30	804.08	435.65	509.15	662.80

Таблица 8.
Капитализация рынков акций по странам ЕАЭС, \$ млрд

Источник: рассчитано по данным Всемирной федерации бирж, Кыргызской фондовой биржи, биржи NASDAQ OMX Armenia.

Страна	2012	2013	2014	2015	2016
Россия	38.25	34.69	20.27	35.68	49.82
Казахстан	10.88	10.79	10.11	19.31	30.05
Беларусь	0.63	5.06	0.79	0.05	0.13
Армения	1.24	1.37	1.32	2.03	2.63
Кыргызстан	2.49	2.49	2.05	2.39	3.85
Суммарно ЕАЭС	34.94	31.39	18.12	31.25	45.81

Таблица 9.
Соотношение капитализации рынков акций и ВВП по странам ЕАЭС, %

Источник: рассчитано по данным Всемирного банка, Всемирной федерации бирж, Кыргызской фондовой биржи, биржи NASDAQ OMX Armenia.

Страна	2012	2013	2014	2015	2016
Россия	337.11	242.00	246.83	140.90	126.83
Казахстан	1.38	0.70	0.87	3.78	0.72
Беларусь	0.09	0.06	0.05	0.01	0.03
Армения	0.00	0.00	0.07	0.01	0.01
Кыргызстан	0.02	0.02	0.02	0.06	0.14
Суммарно ЕАЭС	338.60	242.79	247.83	144.76	127.73

Таблица 10.
Объем биржевой торговли акциями по странам ЕАЭС, \$ млрд

Источник: рассчитано по данным Всемирной федерации бирж, статистического сборника «Финансовые организации в Евразийском экономическом союзе 2012–2016» (ЕЭК, 2017b).

Объем биржевой торговли валютами на биржах стран ЕАЭС приводится в таблице 11. Более детальное описание валютного рынка стран ЕАЭС присутствует в работе Мишиной и Хомяковой (2017).

Таблица 11.
Объем валютных
торгов в странах
ЕАЭС, \$ млрд

Страна	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Россия	3000	3800	4900	6000	5100	4900
Казахстан	106	96	121	188	299	106
Беларусь	17	30	32	30	17	9
Армения	0.8	0.8	0.7	0.7	0.3	0
Кыргызстан	1	1.1	1.2	1.9	1.8	1.2

Источник: ЕЭК, 2017с. С. 87.

Как представляется, данные, приведенные в таблицах 4–11, подтверждают тезис респондентов о малой емкости и низком уровне развития финансовых рынков в странах ЕАЭС даже в сопоставлении с другими развивающимися рынками.

Второй фактор, являющийся следствием первого, — низкая ликвидность финансовых рынков. Ликвидность может быть рассчитана посредством двух подходов: как соотношение объема торговли и стоимости соответствующих финансовых инструментов в обращении (оборачиваемость) и на основе оценки спрэдов, складывающихся в процессе функционирования того или иного финансового рынка.

Оборачиваемость на финансовых рынках стран ЕАЭС может быть рассчитана только по рынку акций. Результаты соответствующих расчетов приведены в таблице 12.

Таблица 12.
Соотношение
объема биржевой
торговли акциями
и капитализация
рынков акций по
странам ЕАЭС, %

Страна	2012	2013	2014	2015	2016
Россия	41	31	60	30	20
Казахстан	6	3	4	11	2
Беларусь	23	2	8	43	41
Армения	1	2	44	7	5
Кыргызстан	14	13	14	37	54

Источник: рассчитано по данным Всемирного банка, Всемирной федерации бирж, Кыргызской фондовой биржи, биржи NASDAQ OMX Armenia, а также статистического сборника «Финансовые организации в Евразийском экономическом союзе 2012–2016» (ЕЭК, 2017b).

Необходимо отметить, что «всплески ликвидности», наблюдавшиеся в Беларуси, связаны с резким падением капитализации рынка акций этой страны фактически до нулевого значения, на фоне чего даже незначительный объем торговли начинал выглядеть весьма заметным. Аналогичный «всплеск ликвидности» в 2014 году в Армении был связан с проведением через биржу серии сделок с одним и тем же эмитентом в течение одного торгового дня и никак не характеризует объем рыноч-

ных сделок в остальные торговые дни года. За исключением этих случаев, в целом ликвидность рынков акций стран ЕАЭС, измеренная по соотношению объема торговли и капитализации, остается на крайне низком уровне, предопределяя очень высокий уровень рисков ликвидности для инвесторов, в первую очередь портфельных. Крайне опасной является тенденция устойчивого снижения ликвидности на крупнейшем рынке акций ЕАЭС — российском. Выступая в качестве естественного «якоря ликвидности» для всех финансовых рынков стран ЕАЭС, российский рынок теряет свою ликвидность, что может негативно сказаться на развитии всех рынков акций Союза. Вместе с тем эти национальные рынки получают определенный шанс для самостоятельного наращивания ликвидности.

Третий фактор — отсутствие ряда сегментов финансового рынка, позволяющих снизить транзакционные издержки валютных и инвестиционных операций.

Из всех стран ЕАЭС биржевой срочный рынок, на котором теоретически могут быть внедрены механизмы хеджирования валютных рисков по операциям с использованием валют стран Союза, существует в России, Армении и Казахстане. Но на самом деле в структуре биржевых срочных рынков России и Армении отсутствуют инструменты, позволяющие хеджировать риски сделок по обмену валют стран ЕАЭС без использования в качестве промежуточной какой-либо иной резервной валюты. На относительно крупном рынке срочных валютных сделок — в России — почти весь оборот приходится на фьючерсы на доллар США и евро и полностью отсутствуют фьючерсные и опционные контракты на валюты стран ЕАЭС. На крайне малом срочном рынке Армении в обращении находится только фьючерс на доллар, но и по нему сделки единичны.

Кроме биржевого срочного рынка, возможности по хеджированию валютных рисков по операциям с использованием прямого обмена валют ЕАЭС друг на друга могли бы предложить на внебиржевом рынке своим клиентам коммерческие банки. Вероятно, отдельные случаи предоставления услуг хеджирования имеются, но стандартная, распространенная практика предложения таких услуг не сложилась. В определенной мере этому мешает статус валют ЕАЭС, отличный от статуса внутренней валюты. Но вместе с тем, по оценкам некоторых респондентов, сами банки не заинтересованы в том, чтобы развивать соответствующий сегмент бизнеса.

«Хеджирование очень дорогое. Не хватает российских банков, которые имели бы интерес к открытию банков в других странах ЕАЭС и к проведению в этих странах операций в рублях. Говорят, что их не пускают, но никто не приходил и не называл конкретные проблемы. То есть не хотят сами за это бороться».

В отличие от срочного, валютный спот-рынок занимает значительную (а в трех странах из пяти — основную) долю биржевого рынка во всех странах ЕАЭС (см. таблицу 13). Однако при этом торговля валютными парами стран ЕАЭС составляет крайне незначительную долю валютного спот-рынка (Мишина, Хомякова, 2014). Причина такого положения все та же — высокие транзакционные издержки, предопределяемые крайне малым спросом на валюты стран ЕАЭС даже в соседних странах.

НАЦИОНАЛЬНЫЕ ВАЛЮТЫ ВО ВЗАИМОРАСЧЕТАХ В РАМКАХ ЕАЭС:
ПРЕПЯТСТВИЯ И ПЕРСПЕКТИВЫ

Таблица 13.
Структура
биржевого оборота
в странах ЕАЭС, %

	2014	2015	2016
Армения (ОАО «НАСДАК ОЭМЭКС АРМЕНИЯ» (NASDAQ OMX Armenia))			
Государственные ценные бумаги	0.5	1.2	74.1
Корпоративные долговые ценные бумаги	0.0	0.0	3.0
Рынок акций	0.4	0.1	10.6
Срочный рынок	0.0	0.0	0.0
Валютный рынок (без учета РЕПО с облигациями)	4.5	14.8	3.0
Сделки РЕПО (вторичный рынок)	94.6	83.9	9.3
Беларусь (Белорусская валютно-фондовая биржа (БВФБ))			
Государственные ценные бумаги	3.5	4.3	8.9
Корпоративные долговые ценные бумаги	7.5	10.9	12.1
Рынок акций	0.1	0.1	0.2
Срочный рынок	0.0	0.0	0.0
Валютный рынок (без учета РЕПО с облигациями)	82.3	73.0	65.7
Сделки РЕПО (вторичный рынок)	6.6	11.8	13.1
Казахстан (Казахстанская фондовая биржа (KASE))			
Государственные ценные бумаги	2.3	0.5	0.7
Корпоративные долговые ценные бумаги	1.1	1.3	0.6
Рынок акций	0.4	1.0	0.3
Срочный рынок	0.0	0.0	0.0
Валютный рынок (без учета РЕПО с облигациями)	75.4	72.0	45.7
Сделки РЕПО (вторичный рынок)	20.9	25.2	52.6
Кыргызстан (ЗАО «Кыргызская фондовая биржа»)			
Государственные ценные бумаги	Н. д.	0.0	0.1
Корпоративные долговые ценные бумаги	Н. д.	0.2	0.4
Рынок акций	Н. д.	2.4	9.5
Срочный рынок	Н. д.	0.0	0.0
Валютный рынок (без учета РЕПО с облигациями)	Н. д.	76.0	85.6
Сделки РЕПО (вторичный рынок)	Н. д.	21.4	4.5
Россия (Московская биржа ММВБ-РТС (MOEX))			
Государственные ценные бумаги	0.9	0.7	0.7
Корпоративные долговые ценные бумаги	1.2	1.0	1.0
Рынок акций	2.0	1.4	1.1
Срочный рынок	11.9	14.1	13.6
Валютный рынок (без учета РЕПО с облигациями)	44.4	46.7	38.8
Сделки РЕПО (вторичный рынок)	39.7	36.1	44.8

Источник: рассчитано по данным Евразийской экономической комиссии (http://www.eurasiancommission.org/ru/act/integr_i_makroec/dep_stat/fin_stat/time_series/Pages/stocks.aspx).

Четвертый фактор — неустойчивость. Низкая емкость финансовых рынков стран ЕАЭС предопределяет высокую волатильность этих рынков, а также курсов валют и процентных ставок (в данном случае можно говорить об одном исключении: в Армении это выражено в существенно меньшей степени, чем в других странах Союза). Все это в совокупности ведет к неустойчивости финансовых институтов в странах ЕАЭС.

Так как все составляющие неустойчивости финансового сектора (волатильность финансовых рынков, курсов валют и процентных ставок, неустойчивость финансовых институтов) способствуют росту транзакционных издержек, экономические агенты воздерживаются от участия в деятельности финансовых секторов этих стран, включая как инвестиции в эти страны, так и операции с их валютами.

Пятый фактор — доминирование российского финансового рынка в общем объеме финансовых операций и активов в странах ЕАЭС. В развитии национальных финансовых систем ярко выражен гравитационный эффект, когда более крупная финансовая система притягивает финансовые активы и операции из соседних стран. Так как трансграничные барьеры в современном мире в финансовой сфере гораздо ниже, чем в других отраслях экономики, данный эффект в ней проявляется гораздо резче. Именно на его основе сформирована современная иерархия мирового финансового рынка «финансовые центры — периферия». Наличие значительно более крупного российского финансового рынка объективно угнетающе действует на внутренние финансовые рынки других стран ЕАЭС.

Доля российского финансового рынка в совокупной емкости финансового рынка ЕАЭС характеризуется следующими показателями (см. таблицу 14).

Показатель	2012	2013	2014	2015	2016
Банковские активы	92	92	90	91	92
Активы страховых организаций	89	88	85	85	88
Капитализация рынка акций	97	96	95	93	94
Объем биржевой торговли акциями	99.6	99.7	99.6	97.3	99.3
ВВП (справочно)	89	87	84	81	86

Таблица 14.
Доля России в совокупном объеме финансового сектора ЕАЭС, %

Источник: рассчитано по данным Всемирного банка, Всемирной федерации бирж, ЕЭК.

Вместе с тем такая ситуация наводит на мысль о том, что опыт Европейского экономического сообщества, неоднократно указывающийся в качестве естественного и даже единственного образца для развития финансовых систем интеграционного объединения ЕАЭС, не в полной мере адекватен сложившейся иерархической структуре финансового сектора Союза. На наш взгляд, в данном случае более уместен по ряду параметров опыт интеграции стран с преобладанием китайского населения,

осуществляемой КНР совместно с Гонконгом, Тайванем и Макао. В частности, представляется приемлемым опыт организации межгосударственных расчетных систем, обеспечивающих снижение транзакционных издержек по внешнеторговым операциям и в то же время доминирование в этих расчетах юаня (Lee, Park, 2014). Подход КНР к интернационализации юаня предполагает значительное количество мер в области инфраструктуры финансовых рынков (Гаврилов, Прилепский, 2017). Доминирование российского финансового рынка в рамках ЕАЭС во многом предопределяет больший рост доли рубля в расчетах в сравнении с другими валютами стран ЕАЭС. Поэтому возможное увеличение доли национальных валют стран ЕАЭС в расчетах между резидентами этих стран в значительной мере (а возможно, и абсолютно) будет предопределяться ростом доли рубля.

Опыт интеграции в финансовой сфере китайскоговорящих государств показывает еще один важный момент: в рамках такой интеграции не исключается существование финансовых центров, находящихся в разных юрисдикциях.

Шестой фактор — крайне резко выраженные структурные диспропорции финансового сектора.

Страны ЕАЭС характеризуются беспрецедентными по мировым меркам диспропорциями финансового сектора. Они многочисленны, и полный их анализ требует специального исследования. В рамках настоящего доклада мы остановимся только на одном критерии, имеющем крайне высокие показатели регрессионной связи с параметрами долгосрочного экономического роста. Речь идет о коэффициенте финансовой структуры (Financial Structure Ratio — FSR), который показывает соотношение банковского сектора и финансового рынка, что позволяет оценить вклад банковского и рыночного каналов финансирования инвестиций в долгосрочный экономический рост (Данилов, Абрамов, Буклемишев, 2017. С. 18). Данный показатель впервые был предложен в 2011 году сотрудниками Всемирного банка (Demirgüç-Kunt, Feyen, Levine, 2011) и с тех пор стал одним из самых используемых показателей анализа развития финансового сектора в тех ситуациях, когда необходимо оценить влияние финансового развития на экономический рост. В классической форме он рассчитывается как соотношение частного кредита и стоимостного объема торговли ценными бумагами, но различные модификации расчета данного показателя позволяют использовать и другие оценки, характеризующие уровень развития, с одной стороны, банковской системы, а с другой — рынка ценных бумаг (как двух основных каналов внешнего финансирования предприятий частного сектора).

Расчет коэффициента финансовой структуры по странам ЕАЭС дал следующие результаты (см. таблицу 15).

Полученные значения коэффициента финансовой структуры говорят о том, что сложившаяся структура финансовых систем в странах ЕАЭС:

- не способствует долгосрочному экономическому росту;
- является одной из важнейших причин неустойчивости финансовых систем и экономик ЕАЭС в целом вследствие предрасположенности к активной трансляции

4. АНАЛИЗ ТЕКУЩЕГО СОСТОЯНИЯ ФИНАНСОВОГО РЫНКА ЕАЭС

Страна	2012	2013	2014	2015	2016
Россия	1.96	2.27	3.35	2.41	2.12
Казахстан	3.92	3.82	4.36	2.07	1.91
Беларусь	93.71	11.23	67.73	1183.76	546.26
Армения	46.32	47.71	46.72	33.31	29.91
Кыргызстан	11.21	12.34	15.29	14.92	10.32

Таблица 15.
Значения коэффициента финансовой структуры по странам ЕАЭС

Источник: рассчитано по данным Всемирной федерации бирж, Евразийской экономической комиссии.

внешних шоков и полного отсутствия внутренних стабилизирующих элементов, поглощающих внешние шоки.

Данный вывод указывает на крайне высокую актуальность кардинальной реформы национальных финансовых рынков стран ЕАЭС. Значительная часть реформ могла бы проводиться параллельно в разных странах Союза, опираясь на общепринятые мировые стандарты организации регулирования и надзора на финансовых рынках. Адаптацией данных стандартов к условиям стран ЕАЭС, выработкой методических рекомендаций по их применению и мониторингом внедрения стандартов в национальные законодательства мог бы заняться финансовый «мегарегулятор» ЕАЭС (Аузан, Буклемишев, Данилов, 2017), создание которого предусмотрено Договором о ЕАЭС к 2025 году. Такой подход, во-первых, позволил бы обеспечить одновременное проведение двух взаимосвязанных, но различных процессов (совершенствования национальных систем регулирования и надзора; гармонизации финансового регулирования) и, во-вторых, способствовал бы сокращению затрат национальных финансовых регуляторов на модернизацию своих систем регулирования и надзора.

5. Предложения по разработке мер, направленных на развитие финансовых рынков ЕАЭС и усиление роли национальных валют

Как уже отмечалось выше, важнейшей непосредственной причиной слабой роли национальных валют во внешнеторговом обороте стран ЕАЭС являются высокие транзакционные издержки, возникающие при использовании данных валют и при их взаимной конвертации. Поэтому задача увеличения доли национальных валют во внешнеторговом обороте стран Союза сводится фактически к решению проблемы высоких транзакционных издержек использования данных валют.

Снижение транзакционных издержек использования национальных валют стран ЕАЭС во внешнеторговом обороте может либо происходить естественным, эволюционным путем, либо стимулироваться проактивными мерами государственной политики.

Естественное (эволюционное) снижение транзакционных издержек прямо связано с постепенным ростом взаимных операций резидентов стран ЕАЭС, что может быть следствием:

- опережающего роста экономики стран ЕАЭС по сравнению со среднемировой динамикой;
- повышения доли малого и среднего бизнеса в интеграционных процессах;
- формирования крупных транснациональных корпораций (ТНК), ориентированных в первую очередь на работу в рамках интеграционного объединения (либо более активной экспансии существующих ТНК в экономику соседних стран);
- диверсификации экономик стран ЕАЭС, появления качественно новых торговых и инвестиционных потоков;
- повышения специализации стран (повышения уровня разделения труда между странами в рамках ЕАЭС), постепенного увеличения их экспортного потенциала;
- улучшения инвестиционного климата, «естественной деофшоризации»;
- укрепления макроэкономической стабильности.

Перечисленные процессы могут оказывать положительное влияние на снижение транзакционных издержек и, соответственно, на рост доли национальных валют только на долгосрочном горизонте.

Национальные и наднациональные государственные структуры могут стимулировать процессы снижения транзакционных издержек по следующим направлениям:

- повышение емкости, ликвидности, разнообразия и устойчивости национальных финансовых рынков;
- формирование благоприятных условий для осуществления инвестиций и кредитования в национальных валютах стран ЕАЭС, снятие административно-политических препятствий для инвесторов и предпринимателей из других стран ЕАЭС;

- создание эффективных механизмов хеджирования валютных рисков по валютным парам стран ЕАЭС;
- принятие на себя валютных рисков (в том числе в рамках формирования новых инфраструктурных механизмов, например многостороннего клиринга) либо полное или частичное субсидирование затрат на хеджирование этих рисков;
- повышение финансовой устойчивости государств ЕАЭС;
- повышение доли государственных трансграничных платежей в национальных валютах (в том числе в части предоставления межгосударственных кредитов);
- создание «подушек ликвидности» в национальных валютах, за счет чего могли бы кредитоваться хозяйствующие субъекты;
- приближение статуса валют стран ЕАЭС и инструментов, выраженных в этих валютах, к статусу внутренней (национальной) валюты — распространение налогового режима государственных ценных бумаг на государственные ценные бумаги всех стран ЕАЭС, стимулирование кредитования и формирования уставных капиталов хозяйствующих субъектов в национальных валютах стран Союза;
- различного рода меры принуждения (в том числе административного характера).

Однако, на наш взгляд, деятельность государств в этой части может характеризоваться разной степенью эффективности. Непродуманные меры, не запускающие необходимых глубинных изменений, в лучшем случае принесут лишь незначительный положительный эффект в краткосрочной перспективе. В свою очередь, реализация многих предлагаемых мер по сокращению транзакционных издержек при использовании национальных валют стран ЕАЭС с целью ускорения процесса повышения их доли во внешнеэкономическом обороте потребует определенных затрат. Если правительства стран хотят ускорения данного процесса, они должны понимать, что за это, вероятно, придется платить.

На основе проведенного опроса нами были выявлены основные препятствия для усиления роли валют стран ЕАЭС во взаиморасчетах в рамках Союза, а также предложения респондентов по преодолению этих препятствий. На основе всестороннего анализа данных предложений, их основных плюсов и минусов мы можем рекомендовать к реализации следующее:

- разработать перспективный план развития интеграции (включая стратегические перспективы валютной интеграции) на основе консультаций с деловыми кругами стран ЕАЭС и принять его в качестве политического документа;
- реализовать комплекс мер по повышению согласованности макроэкономической политики стран ЕАЭС и обеспечению устойчивости национальных экономик;
- выработать программу реализации содействующих интеграции инвестиционных проектов (в первую очередь инфраструктурных) на пространстве ЕАЭС и наметить источники их финансирования;
- скоординировать стратегии диверсификации экономического развития и повышения экспортного потенциала стран ЕАЭС с целью углубления их специализации;
- разработать программу развития приграничного сотрудничества;

- обеспечить совместные подходы к поддержке малого и среднего бизнеса, заинтересованного в интеграционных проектах;
- ускорить разработку и реализацию мер по развитию финансовых рынков стран ЕАЭС, углублению их интеграции, гармонизации и либерализации действующего регуляторного режима;
- разработать программу повышения уровня защиты прав предпринимателей, акционеров и иных инвесторов на территории всех стран ЕАЭС, возможно, с созданием специальных арбитражных институтов по урегулированию споров между хозяйствующими субъектами, зарегистрированными в разных юрисдикциях;
- обеспечить перевод взаимных обязательств и платежей в рамках ЕАЭС на национальные валюты, включая создание стандартной практики предоставления межгосударственных (суверенных) кредитов в национальной валюте страны-кредитора;
- обеспечить перевод на национальную валюту трансграничных бюджетных трансфертов;
- ускорить введение в действие Соглашения о согласованных подходах к регулированию валютных правоотношений и принятии мер либерализации;
- рассмотреть возможность внедрения механизмов, снижающих транзакционные издержки использования национальных валют во взаиморасчетах в рамках ЕАЭС, включая механизмы многостороннего клиринга и хеджирования валютных рисков, и на основе оценки их эффективности принять решение о возможном создании таких механизмов;
- усилить роль ЕАБР совместно с национальными банками стран ЕАЭС в части создания условий для повышения значимости национальных валют, в частности путем расширения кредитования в национальных валютах.

Предлагаемые меры делятся на две группы: одни нацелены на достижение быстрого, но относительно локального эффекта; другие ориентированы на изменение фундаментальных факторов, то есть на достижение более устойчивых изменений, но на более длинном временном горизонте. Меры второй группы, как правило, выходят за рамки задач, связанных с валютной интеграцией в рамках ЕАЭС, да и в целом с интеграционными процессами, и затрагивают более глубинные факторы, лежащие в основе повышения экономической эффективности экономики ЕАЭС в целом.

Необходимо отметить, что мы опустили некоторые эффективные меры из числа предложенных респондентами и описанных выше, так как они обеспечиваются более широкими преобразованиями, включенными в данный перечень. Так, например, мы не упомянули предложение об изменении редакции Протокола о мерах, направленных на проведение согласованной валютной политики (Приложение № 15 к Договору о ЕАЭС), что способствовало бы расширению возможностей кредитования в национальных валютах (например, выдачи кредитов в рублях дочерними банками российских банков в других странах ЕАЭС), так как, по нашему мнению, в случае введения в действие Соглашения о согласованных подходах к регулированию валютных правоотношений и принятии мер либерализации основные препятствия для расширения практики такого кредитования будут сняты. Данное Соглашение

решает системную проблему приближения статуса всех национальных валют стран ЕАЭС на территории Союза к статусу внутренней валюты. В случае введения его в действие будут автоматически решены проблемы повышенного резервирования по кредитам, выданным в валюте страны базирования материнского банка, в других странах ЕАЭС.

В заключение необходимо сформулировать два важнейших замечания политэкономического характера, имеющих, на наш взгляд, исключительно большое значение для развития ЕАЭС как интеграционного объединения.

Первое. Необходимо отметить, что данные предложения не являются абсолютно эффективными — они могут улучшать ситуацию по одному параметру, ухудшая ее по другим. Вопрос состоит в том, насколько выигрыш превзойдет потери. Другими словами, за все возможные результаты в будущем нужно платить, причем государственными средствами, в то время как вероятными бенефициарами реализации данных мер будут в первую очередь частные экономические агенты.

Второе. Ключевой вопрос, который встает перед описанием мер, направленных на усиление роли национальных валют: нужно ли вообще ставить такую задачу — повышать долю национальных валют стран ЕАЭС?

«Об использовании нацвалют говорят относительно слабые производители, которые не могут продать свой товар за доллары. Они и заинтересованы в получении кредитов в рублях, так как в себе не уверены в международной конкуренции. Значительная часть издержек конкурентоспособных компаний, встроенных в международное разделение труда, долларовые. Те, кто не встроен (у кого есть потребность только заплатить налоги и распределить прибыль, и все издержки рублевые, внутренние), могут обходиться рублями».

От реализации предлагаемых мер будут выигравшие и проигравшие. Как видно из приведенной цитаты респондента, в выигрыше могут оказаться более слабые экономические агенты, а проигравшими — эффективные товаропроизводители. Другой пример:

«Переход к рублю стимулируется санкциями и девальвацией. Из-за девальвации российские импортеры начали переходить на рубли».

Необходимо также отметить, что мы не включили в систему предлагаемых мер те, которые могут быть реализованы только в отношении рубля. Так, например, существуют исследования, говорящие о том, что включение денежных единиц в систему валют международного Банка непрерывных расчетов (Continuous Linked Settlement (CLS) Bank) значительно стимулирует операции в национальных валютах. Соответственно, применительно к рублю такие предложения делаются (Гаврилов, Прилепский, 2017). Детальное представление предлагаемых мер, включая их обоснование, описание рисков реализации и возможных эффектов, приводится в Приложении.

Заключение

Проведенное социологическое исследование выявило ряд интересных экспертных мнений не только в отношении использования национальных валют в расчетах, но и в более широком смысле — о текущей стадии евразийского интеграционного проекта и его перспективах.

Возможно, доля национальных валют стран ЕАЭС уже достигла некоторого предела, определяемого естественными факторами: уровнем развития интегрирующихся экономик, глубиной интеграции, сырьевой специализацией и низким уровнем диверсификации хозяйственных связей, недостаточным уровнем развития трансграничных финансово-инвестиционных процессов на пространстве ЕАЭС и другими. В любом случае добиться увеличения доли национальных валют во взаимных расчетах будет непросто. Прежде всего, многие из сформулированных экспертами и обобщенных нами предложений, которые направлены на достижение этой цели, выходят далеко за рамки собственно технократических валютных или регуляторных мер. При этом некоторые из них носят заведомо противоречивый характер, поскольку общественные издержки на их осуществление могут превышать потенциальные выгоды, которые к тому же будут доставаться главным образом частному бизнесу, не всегда наиболее эффективно.

Кроме того, по ряду мер консенсус между странами ЕАЭС будет, очевидно, труднодостижим. Так, следует четко понимать, что, говоря об увеличении роли национальных валют ЕАЭС во взаиморасчетах, мы фактически говорим о росте роли рубля. Некоторые респонденты уверены, что такой рост может происходить только за счет снижения доли других национальных валют стран ЕАЭС.

«Бессмысленный вопрос, так как может быть только повышение роли рубля, но такое повышение возможно только за счет снижения роли других валют ЕАЭС».

Такая постановка вопроса о повышении роли национальных валют найдет гораздо меньше сторонников среди представителей стран — членов ЕАЭС, за исключением России.

Таким образом, вопросы валютной интеграции даже в такой элементарной форме, как увеличение доли национальных валют в расчетах, предполагают осуществление сложного политического выбора как на национальном, так и на наднациональном уровне.

Поэтому в заключение мы считаем необходимым возвратиться к исходному вопросу исследования: нужно ли ставить задачу повышения роли национальных валют во внешнеэкономических операциях резидентов стран ЕАЭС?

Опрос показал, что некоторые эксперты, особенно стратеги, не считают для себя решение данного вопроса однозначным. Указывалось, что существующий уровень

использования национальных валют стран ЕАЭС во внешнеторговых операциях достаточен и вполне адекватен достигнутому уровню интеграции. Искусственное его увеличение может привести к повышению издержек хозяйствующих субъектов, что негативно скажется на их эффективности.

Мы считаем, что сама по себе постановка цели директивно повысить долю национальных валют в операциях резидентов стран ЕАЭС является неверной, вредящей экономическому развитию стран ЕАЭС. Определение роли национальных валют выходит далеко за рамки оценки их доли в обороте и включает в себя также макроэкономические, организационные и психологические факторы, которые влияют на выбор меры стоимости, средств платежа и накопления хозяйствующими субъектами. Напротив, реализация мероприятий, которые приведут к снижению транзакционных издержек экономических агентов, использующих национальные валюты ЕАЭС и, соответственно, к возрастанию их роли, будет способствовать повышению эффективности экономики, развитию интеграционных процессов, и именно такой подход представляется более правильным.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

Аузан А., Буклемишев О., Данилов Ю. (2017) Каким будет мегарегулятор ЕАЭС. *Ведомости*, 10 октября. Доступно на: <https://www.vedomosti.ru/opinion/articles/2017/10/11/737352-kakim-budet-megaregulyator>.

Банк России (2016) *Результаты анкетирования физических лиц, осуществляющих трансграничные переводы через платежные системы (по данным 2015 года)*. Доступно на: http://www.cbr.ru/statistics/CrossBorder/Results_trans_2015.pdf.

Банк России (2017) *Интернационализация рубля: перспективы и риски, а также роль российского рубля во внешнеэкономических отношениях*. Аналитическая записка, июль. Доступно на: <https://www.cbr.ru/Content/Document/File/16745/01.pdf>.

Буклемишев О., Данилов Ю. (2015) Экономическое лидерство и «лидерская рента». *Мировая экономика и международные отношения*, № 10. С. 5–17.

Гаврилов Н., Прилепский И. (2017) Рубль как валюта международных расчетов: проблемы и перспективы. *Вопросы экономики*, № 6. С. 94–113.

Данилов Ю., Абрамов А., Буклемишев О. (2017) *Реформа финансовых рынков и небанковского финансового сектора*. Москва: ЦСР, РАНХиГС.

Дубинин С. (2016). Российская экономика в Евразийском экономическом союзе. *Деньги и кредит*, № 12. С. 17–20.

ЕЭК (2014) *Евразийский экономический союз: Макроэкономическая стабильность и экономический рост*. Доступно на: http://www.eurasiancommission.org/ru/act/integr_i_makroec/dep_razv_integr/Documents/%D0%98%D0%B7%D0%B4%D0%B0%D0%BD%D0%B8%D1%8F/%D0%A1%D1%82%D0%B0%D0%B1%D0%B8%D0%BB%D1%8C%D0%BD%D0%BE%D1%81%D1%82%D1%8C.pdf.

ЕЭК (2017а) *Статистика внешнего сектора Евразийского экономического союза: оперативные данные за 2016 год*. Статистический сборник. Доступно на: http://www.eurasiancommission.org/ru/act/integr_i_makroec/dep_stat/fin_stat/statistical_publications/Documents/finstat_4/finstat_4_2016.pdf.

ЕЭК (2017б) *Финансовые организации в Евразийском экономическом союзе 2012–2016*. Статистический сборник. Доступно на: http://www.eurasiancommission.org/ru/act/integr_i_makroec/dep_stat/finstat/Documents/Financial_organization_1_half_2016.pdf.

ЕЭК (2017с) *Финансовая статистика Евразийского экономического союза: оперативные данные за 2016 год*. Статистический сборник. Доступно на: http://www.eurasiancommission.org/ru/act/integr_i_makroec/dep_stat/finstat/Documents/finstat_2016.pdf.

Кнобель А., Миронов А. (2015) Оценка готовности стран СНГ к созданию валютного союза. *Журнал Новой экономической ассоциации*, № 1 (25). С. 76–101.

Мишина В., Хомякова Л. (2014) Интегрированный валютный рынок Евразийского экономического пространства и расчеты в национальных валютах: мифы или реальность? *Вопросы экономики*, № 8. С. 41–57.

Мишина В., Хомякова Л. (2017) Биржевые валютные рынки стран Евразийского экономического союза: перспективы развития. *Деньги и кредит*, № 2. С. 55–62.

Папченкова М., Базанова Е. (2016) ВЭБ вслед за правительством внедряет проектный подход. *Ведомости*, 21 ноября. Доступно на: <https://www.vedomosti.ru/economics/articles/2016/11/21/666220-veb-proektnii-podhod>.

Распоряжение Правительства Российской Федерации от 14 апреля 2017 года № 697-р «О подписании Соглашения о согласованных подходах к регулированию валютных правоотношений и принятии мер либерализации». Доступно на: <http://docs.cntd.ru/document/420396447>.

Суворов И. (2015) О валютно-финансовой интеграции в рамках Евразийского экономического союза. *Деньги и кредит*, № 6. С. 3–5.

Тавадян А. (2017) Договор о ЕАЭС к 2025 году. *РМСД*, 15 июня. Доступно на: <http://russiancouncil.ru/analytics-and-comments/analytics/dogovor-o-eaes-k-2025-godu/>.

ЦИИ ЕАБР (2016) *Мониторинг взаимных инвестиций в странах СНГ – 2016*. Доклад № 39. Санкт-Петербург: ЦИИ ЕАБР. Доступно на: <https://eabr.org/analytics/integration-research/cii-reports/monitoring-vzaimnykh-investitsiy-v-stranakh-sng-2016/>.

ЦИИ ЕАБР (2017) *Мониторинг взаимных инвестиций в странах СНГ – 2017*. Доклад № 45. Санкт-Петербург: ЦИИ ЕАБР. Доступно на: <https://eabr.org/analytics/integration-research/cii-reports/monitoring-vzaimnykh-investitsiy-v-stranakh-sng-2017/>.

Bacchetta, P. and van Wincoop, E. (2001) A Theory of the Currency Denomination of International Trade. *Study Center Gerzensee Working Paper*, No. 01.07. Available at: http://www.szgerzensee.ch/fileadmin/Dateien_Anwender/Dokumente/working_papers/wp-0107.pdf.

BIS (2011) Currency internationalisation: lessons from the global financial crisis and prospects for the future in Asia and the Pacific. *BIS Papers*, No. 61, December. Available at: <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap61.pdf>.

Čihák, M., Demirgüç-Kunt, A., Feyen, E., and Levine, R. (2012) Benchmarking Financial Systems around the World. *Policy Research Working Paper*, No. 6175, August. Available at: <http://documents.worldbank.org/curated/en/868131468326381955/pdf/wps6175.pdf>.

Čihák, M., Demirgüç-Kunt, A., Feyen, E., and Levine, R. (2013) Financial Development in 205 Economies, 1960 to 2010. *NBER Working Paper*, No. 18946, April. Available at: <http://www.nber.org/papers/w18946>.

Demirgüç-Kunt, A., Feyen, E., and Levine, R. (2011) The Evolving Importance of Banks and Securities Markets. *Policy Research Working Paper*, No. 5805, September. Available at: http://siteresources.worldbank.org/EXTFINANCIALSECTOR/Resources/Banks_and_SecuritiesWP5805.pdf.

Frankel, J. (2012) Internationalization of the RMB and Historical Precedents. *Journal of Economic Integration*, 3 (27), pp. 329–365.

- Hayek, F. A. (1976) *Denationalization of Money: An Analysis of the Theory and Practices of Concurrent Currencies*. London: Institute of Economic Affairs.
- Kokenyne, A., Ley, J., and Veyrune, R. (2009) Dedollarization. *IMF Working Paper*, WP/10/188. Available at: <http://www20.iadb.org/intal/catalogo/PE/2010/05935.pdf>.
- Krugman, P. R. (1984) The International Role of the Dollar: Theory and Prospect. In: Bilson, J. F. O. and Marston, R. C. (eds.) *Exchange Rate Theory and Practice*. Chicago: University of Chicago Press, pp. 261–278.
- Lee, I. H. and Park, Y. C. (2014) Use of National Currencies for Trade Settlement in East Asia: A Proposal. *ADBI Working Paper Series*, № 474, April. Available at: <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/156329/adbi-wp474.pdf>.
- Portes, R. and Rey, H. (1997) The Emergence of the Euro as an International Currency. CEPR, December. Available at: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download;jsessionid=9FACF5020AFCC965846FCAB2AC8E7CC2?doi=10.1.1.723.1881&rep=rep1&type=pdf>.
- Rey, H. (2001) International Trade and Currency Exchange. *Review of Economic Studies*, 2 (68), pp. 443–464.
- Sahay, R., Čihák, M., N'Diaye, P., Barajas, A., Bi, R., Ayala, D., Gao, Yu., Kyobe, A., Nguyen, L., Saborowski, C., Svirydzenka, K., and Yousefi, S. R. (2015) Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets. *IMF Staff Discussion Notes*, SDN15/08, May. Available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2015/sdn1508.pdf>.



Доклад № 35 (RU / EN)

Система анализа и макроэкономического прогнозирования Евразийского экономического союза

Совместный доклад ЕЭК и ЕАБР

В данной работе подводятся итоги совместной деятельности ЕАБР и ЕЭК по созданию системы прогнозирования развития экономик стран ЕАЭС с учетом социальной компоненты. Результатом проекта стал комплекс моделей, охвативший пять стран. Он позволяет анализировать экономические процессы, строить прогнозы, разрабатывать предложения и рекомендации по проведению оптимальной экономической политики в рамках ЕАЭС.



Доклад № 40 (RU / EN)

Интеграционный барометр ЕАБР – 2016

В настоящем докладе отражены результаты пятой волны исследовательского проекта «Интеграционный барометр ЕАБР». В 2016 году в общенациональных опросах приняли участие более 8.5 тысячи человек в семи странах региона СНГ: Армении, Беларуси, Казахстане, Кыргызстане, Молдове, России, Таджикистане. Респонденты ответили в среднем на 20 вопросов, касающихся евразийской интеграции и отношения к ряду направлений экономического, политического и социокультурного взаимодействия стран региона.



Доклад № 36 (RU / EN)

Либерализация финансового рынка Республики Беларусь в рамках ЕАЭС

В свете формирования общего финансового рынка в рамках ЕАЭС данное исследование освещает международный опыт либерализации доступа на национальный финансовый рынок иностранных поставщиков и снятия ограничений в области трансграничного движения капитала, а также выявляет риски, с которыми может столкнуться Беларусь.



Доклад № 41 (RU / EN)

ЕАЭС и страны Евразийского континента: мониторинг и анализ прямых инвестиций — 2016

Доклад посвящен новым результатам проекта мониторинга прямых инвестиций в Евразии. Исследование охватывает прямые капиталовложения России, Беларуси, Казахстана, Армении, Кыргызстана, Азербайджана, Таджикистана и Украины во всех странах Евразии за пределами СНГ и Грузии, а также встречные прямые инвестиции Австрии, Нидерландов, Турции, ОАЭ, Ирана, Индии, Сингапура, Вьетнама, Китая, Республики Корея и Японии в названных восьми странах СНГ.



Доклад № 37 (RU)

Региональные организации: типы и логика развития

Доклад представляет читателям результаты работы в рамках постоянного проекта ЦИИ ЕАБР «Мировой опыт региональной интеграции». В проекте поставлена задача системного изучения региональных интеграционных объединений по всему миру с целью применения полученных выводов для совершенствования процессов евразийской интеграции.



Доклад № 38 (RU / EN)

Европейский союз и Евразийский экономический союз: долгосрочный диалог и перспективы соглашения

В докладе отражены предварительные результаты концептуального анализа и поиска практических способов развития экономических отношений ЕС и ЕАЭС. Работа проводится Международным институтом прикладного системного анализа (IIASA, Австрия) и ЦИИ ЕАБР в рамках совместного проекта «Вызовы и возможности экономической интеграции в рамках европейского и евразийского пространств».



Доклад № 39 (RU / EN)

Мониторинг взаимных инвестиций в странах СНГ – 2016

Согласно седьмому докладу многолетнего исследовательского проекта, в странах СНГ сохраняется понижающийся тренд в динамике объема накопленных взаимных прямых инвестиций. По итогам 2015 года падение данного показателя составило \$2.2 млрд, или 5%. Основной причиной снижения выступает девальвация национальных валют и, соответственно, переоценка компаниями ранее осуществленных инвестиций.



Доклад № 42 (RU)
Денежно-кредитная политика государств — членов ЕАЭС: текущее состояние и перспективы координации

Совместный доклад ЕЭК и ЕАБР
 В докладе рассмотрены следующие вопросы: текущие режимы курсовой и денежно-кредитной политики стран ЕАЭС; эффективность каналов, посредством которых регуляторы оказывают влияние на экономику; существующие препятствия на пути эффективной координации монетарной политики в рамках Союза; возможные общие цели и задачи, решаемые центральными (национальными) банками стран ЕАЭС.



Доклад № 46 (RU / EN)
Интеграционный барометр ЕАБР — 2017

В докладе отражены результаты шестой волны измерения настроений населения стран постсоветского пространства в рамках проекта «Интеграционный барометр ЕАБР». Всего опрошено более 8.2 тысячи человек в семи странах: Армении, Беларуси, Казахстане, Кыргызстане, Молдове, России, Таджикистане. Фиксировалась динамика общественного мнения в отношении интеграционных предпочтений (привлекательность стран по разным аспектам), а также анализировалось влияние на эти предпочтения различных социально-демографических и информационных факторов.



Доклад № 43 (RU / EN)
Евразийская экономическая интеграция — 2017

В докладе отражены направления, события и решения, задающие векторы интеграционных процессов в Евразийском экономическом союзе. В работе приведены актуальные данные и аналитика по макроэкономическому развитию, динамике торговли и инвестиций, рынку труда. Также анализируется прогресс в устранении нетарифных барьеров.



Доклад № 47 (RU / EN)
ЕАЭС и страны Евразийского континента: мониторинг и анализ прямых инвестиций — 2017

Доклад посвящен новым результатам проекта мониторинга прямых инвестиций в Евразии. Исследование охватывает прямые капиталовложения России, Беларуси, Казахстана, Армении, Кыргызстана, Азербайджана, Таджикистана и Украины во всех странах Евразии за пределами СНГ и Грузии, включая Египет. Одновременно рассматриваются встречные прямые инвестиции Австрии, Нидерландов, Сербии, Турции, Египта, Саудовской Аравии, ОАЭ, Израиля, Ирана, Индии, Сингапура, Вьетнама, Монголии, Китая, Республики Корея и Японии в названных восьми странах СНГ.



Доклад № 44 (RU)
Колебания валютных курсов в ЕАЭС в 2014–2015 годах: анализ и рекомендации

В докладе анализируются последствия шока от падения цен на сырье для экономик государств — членов Евразийского экономического союза и принятые странами меры монетарной политики для стабилизации экономики. На этой основе оцениваются механизмы, которые позволили бы снизить волатильность обменных курсов. На базе ряда методик определяются направления монетарной политики, следуя которым можно было бы снизить волатильность макропоказателей экономик ЕАЭС.



Евразийский экономический союз (RU)

Книга посвящена Евразийскому экономическому союзу (ЕАЭС) — его содержанию, эволюции, организационному устройству, вопросам экономической интеграции государств — членов ЕАЭС, функционирования общих рынков товаров, услуг, капитала и труда, внешнеэкономической политике Союза. В книге приведен комплексный анализ евразийской экономической интеграции на основе различных подходов и данных.



Доклад № 45 (RU / EN)
Мониторинг взаимных инвестиций в странах СНГ — 2017

Согласно восьмому докладу многолетнего исследовательского проекта, после трех лет (2013–2015 гг.) падения взаимные ПИИ стран ЕАЭС выросли на 15.9% — до \$26.8 млрд, а накопленные взаимные ПИИ стран СНГ и Грузии — на 7.9%, до \$45.1 млрд. Крупнейшими экспортерами капитала в ЕАЭС стали российские компании — на них пришлось свыше 78% экспорта ПИИ. На втором месте — Казахстан (13.5%), на третьем — Беларусь (7.8%). Армения и Кыргызстан заметно уступили наиболее крупным экономикам ЕАЭС.

№	1 (О)	2 (О)	3 (Ф)	4 (Ф)	5 (О)	6 (Ф)	7 (Ф)	8 (Ф)	9 (О)	10 (О)	11 (О)	12 (О)	13 (О)
Описание предлагаемых мер	На основе консультаций с деловыми кругами стран ЕАЭС разработать перспективный план развития интеграции (включая стратегические перспективы валютной интеграции)	Реализовать комплекс мер по повышению согласованности макроэкономической политики стран ЕАЭС, а также по обеспечению устойчивости национальных экономик	Рассмотреть программу реализации содействующих интеграции инвестиционных проектов (в первую очередь инфраструктурных) на пространстве ЕАЭС и наметить источники их финансирования	Скоординировать стратегии диверсификации экономического развития и повышения экспортного потенциала стран ЕАЭС с целью углубления их специализации	Разработать программу развития приграничного сотрудничества	Обеспечить совместные подходы к поддержке малого и среднего бизнеса, заинтересованного в интеграционных проектах	Ускорить разработку и реализацию мер по развитию финансовых рынков стран ЕАЭС, углублению их интеграции, гармонизации и либерализации действующего в их отношении регуляторного режима	Разработать программу повышения уровня защиты прав предпринимателей, акционеров и иных инвесторов на территории всех стран ЕАЭС, возможно, с созданием специальных арбитражных институтов по урегулированию споров между хозяйствующими субъектами, зарегистрированными в разных юрисдикциях	Обеспечить перевод взаимных обязательств и платежей в рамках ЕАЭС на национальные валюты, включая создание стандартной практики представления межгосударственных (суверенных) кредитов в национальной валюте страны-кредитора	Обеспечить переход на национальную валюту трансграничных бюджетных трансфертов	Ускорить введение в действие Соглашения о согласованных подходах к регулированию валютных правоотношений и принятию мер либерализации	Рассмотреть возможность внедрения механизмов, снижающих транзакционные издержки использования национальных валют во взаиморасчетах в рамках ЕАЭС, включая механизмы многостороннего клиринга и механизмы хеджирования валютных рисков, и на основе оценки их эффективности принять решение о возможном создании таких механизмов	Усилить роль ЕАБР совместно с национальными банками стран ЕАЭС в части создания условий для повышения роли национальных валют, в частности, путем расширения кредитования в национальных валютах
Обоснование предлагаемых мер и/или их детализация	Как показал опрос, наличие документа, устанавливающего долгосрочные ориентиры развития и определяющего принципиальный каркас основных мероприятий со сроками их реализации, существенно повышает степень определенности для экономических агентов, снижает их восприимчивость к рискам, в том числе в части активизации использования национальных валют	1. Конкретизировать положения статей 63 и 64 Договора о ЕАЭС (в форме подзаконных актов) 2. Создать специальный стабилизационный фонд, средства которого могли бы предоставляться в виде кредитов странам ЕАЭС в периоды острых шоков	Инфраструктурные проекты, в которые вовлечены резиденты нескольких стран ЕАЭС, будут способствовать концентрации отношений внутри ЕАЭС, весьма вероятно создание совместных предприятий с участием бизнеса различных стран ЕАЭС. Возможные источники финансирования проектов — ресурсы институтов развития (в том числе ЕАБР); финансирование данных проектов разумно вести в валютах стран ЕАЭС	Диверсификация экономического развития и повышение экспортного потенциала достижимо прежде всего за счет возникновения потоков новых товарных групп, которые ранее не были вовлечены во внешнеторговый оборот. Появление рынка нового товара теоретически создает равные возможности для различных валют, в которых будут выражаться цены на этом новом товарном рынке	В рамках приграничного сотрудничества реже используются резервные валюты	Малый и средний бизнес потенциально в наибольшей степени может выиграть от углубления интеграции; эта группа экономических агентов больше всего склонна к использованию валют стран ЕАЭС	Малая емкость финансовых рынков стран ЕАЭС снижает привлекательность инвестиций, особенно портфельных. Отсутствие инструментов хеджирования, в том числе валютных рисков, значительно увеличивает транзакционные издержки участников этих рынков. Целесообразно проводить гармонизацию на основе стандартов международных финансовых организаций	Недостаточный уровень защиты прав и интересов инвесторов и предпринимателей, особенно на уровне правоприменительной практики, является важнейшим фактором, сдерживающим взаимные инвестиции и расчеты в национальных валютах	Недостаточный уровень доверия к национальным валютам стран ЕАЭС отчасти связан с поведением государств, рассчитывающихся между собой в резервных валютах	Предлагается уйти от существующей в настоящее время практики, когда выплаты резидентам, находящимся за пределами своей национальной территории (но на территории других стран ЕАЭС), осуществляются в долларах США. Целесообразность данной меры обосновывается тем фактом, что значительная часть таких выплат либо конвертируется обратно в валюту страны резидентной принадлежности, либо в валюту страны пребывания	Данное Соглашение фактически приблизит статус всех валют стран ЕАЭС к статусу национальной валюты каждой отдельной страны, что будет способствовать снижению транзакционных издержек работающих в этой стране резидентов других стран ЕАЭС и/или их дочерних предприятий	Многосторонний клиринг и инструменты хеджирования валютных рисков — факторы, которые в максимальной степени могут способствовать снижению транзакционных издержек использования национальных валют и, соответственно, возрастанию их роли во взаиморасчетах в рамках ЕАЭС. Существуют самые разные варианты формирования таких механизмов, описание которых выходит за рамки настоящего доклада (в качестве крайних вариантов следует назвать, с одной стороны, «чисто рыночный», предполагающий медленное эволюционное формирование механизмов по мере роста спроса на них и углубления интеграции, и, с другой стороны, вариант, предполагающий максимальное вмешательство государств в данный процесс, вплоть до принятия государственным институтами на себя всех затрат и рисков участников данных механизмов)	Усиление роли ЕАБР и национальных банков стран ЕАЭС является необходимым условием реализации многих мер, обеспечивающих фундаментальные изменения, в том числе: комплекс мер по повышению согласованности макроэкономической политики стран ЕАЭС; программа реализации содействующих интеграции инвестиционных проектов на пространстве ЕАЭС; стратегии диверсификации экономического развития и повышения экспортного потенциала стран ЕАЭС; подходы к поддержке малого и среднего бизнеса. Кроме того, такого расширения требуют и многие меры оперативного характера, прежде всего внедрение механизмов, снижающих транзакционные издержки использования национальных валют; развитие национальных финансовых рынков; переход на национальную валюту трансграничных бюджетных трансфертов
Возможные эффекты		Будет способствовать повышению макроэкономической устойчивости, рассматриваемой как важный фактор использования национальных валют	Участники проектов на низовом уровне будут решать вопрос об использовании той или иной валюты. В таких условиях возможности использования национальных валют ЕАЭС расширяются, особенно если финансирование проектов будет вестись в валютах стран ЕАЭС	Более активный допуск на российский рынок продукции стран ЕАЭС, за которую производители будут получать рубли и в дальнейшем смогут использовать для покупки российской продукции или для инвестирования в российские активы. Аналогичные рассуждения приемлемы и для других валют стран ЕАЭС	Вытеснение валют третьих стран из конверсионных процессов; повышение емкости рынков валют стран ЕАЭС	Расширение сферы применения национальных валют стран ЕАЭС, повышение емкости рынков этих валют, снижение транзакционных издержек	Повышение ликвидности национальных рынков, формирование механизмов хеджирования будет способствовать росту инвестиционной активности и спросу на национальные валюты стран ЕАЭС	Можно ожидать существенного роста объема трансграничных инвестиций в рамках ЕАЭС, значительная часть которых будет осуществляться в валютах стран ЕАЭС	Появление связанных платежей в национальных валютах	Повысится объем валют стран ЕАЭС в обращении в рамках ЕАЭС; снизятся транзакционные издержки получателей данных бюджетных трансфертов; вырастет спрос на механизмы прямой конвертации валют стран ЕАЭС друг в друга		Снижение транзакционных издержек до уровня, сопоставимого с транзакционными издержками конвертации с использованием резервных валют, приведет к повышению роли национальных валют стран ЕАЭС. Необходимо сопоставление с издержками государств ЕАЭС, связанными с их активным участием во внедрении данных механизмов	Участие ЕАБР и национальных банков стран ЕАЭС в реализации указанных мер существенно повысит их результативность
Описание рисков и издержек	Политические и бюрократические сложности разработки и согласования данного документа, а также возможные имиджевые потери в случае невыполнения запланированных мероприятий	Конкретизация Договора вряд ли даст необходимый эффект; без стимулов это малоэффективно. Наличие расходов на формирование и функционирование Фонда, а также их распределение между странами-членами	Важнейший валютный риск, который ложится на институты, финансирующие проекты в национальных валютах (компенсирующим механизмом может стать привлечение к участию в финансировании данных проектов национальных банков стран ЕАЭС в качестве кредиторов международных институтов развития, финансирующих данные проекты)						Дополнительные бюджетные риски, прежде всего в России, так как предполагается, что в этом качестве будет использоваться в основном рубль	Сопrotивление финансовых органов, вызванное отказом от устоявшихся бюджетных практик; в ряде случаев — валютные риски		Вариант с многосторонним клирингом чреват издержками, поскольку оборот идет через множество частных компаний (прежние попытки запуска многостороннего клиринга в рамках ЕАЭС «натолкнулись на существенные трудности» (Суворов, 2015. С. 4–5), оказавшиеся непреодолимыми). Встает вопрос о том, кто будет брать на себя весьма значительные риски	Стимулирование механизмов хеджирования также требует решения вопроса о том, кто берет на себя риски. В случае если будет принят вариант активного интервенционистского подхода со стороны государства, затраты государств ЕАЭС на компенсацию издержек экономических агентов, использующих данные механизмы, могут оказаться запретительно высокими и, кроме того, стимулировать негативную селекцию экономических агентов

Условные обозначения: «Ф» — фундаментальная задача (данная мера ориентирована на изменение фундаментальных факторов, и, соответственно, отдача от ее реализации может ожидаться преимущественно в среднесрочной или долгосрочной перспективе);

«О» — оперативная задача (возможна оперативная реализация данной меры и достижение результата в относительно краткосрочной перспективе).

Евразийский банк развития (ЕАБР) является международной финансовой организацией, призванной содействовать экономическому росту государств-участников, расширению торгово-экономических связей между ними и развитию интеграционных процессов на евразийском пространстве путем осуществления инвестиционной деятельности. Банк учрежден в 2006 году по инициативе президентов Российской Федерации и Республики Казахстан. Государствами-участниками Банка являются Армения, Беларусь, Казахстан, Кыргызстан, Россия, Таджикистан.

Информационно-аналитическое сопровождение интеграционных процессов на евразийском пространстве — одна из важнейших задач Банка. В 2011 году был создан Центр интеграционных исследований ЕАБР (ЦИИ ЕАБР). Ключевые задачи ЦИИ ЕАБР — организация исследовательской работы, подготовка докладов и рекомендаций правительствам государств-участников Банка по вопросам региональной экономической интеграции.

За семь лет работы ЦИИ ЕАБР стал ведущим аналитическим центром по евразийской интеграционной проблематике. В партнерстве с признанными экспертами и научно-исследовательскими центрами издано 48 публичных докладов и подготовлено более 50 аналитических работ для администраций президентов, министерств государств-участников Банка и Евразийской экономической комиссии.

Более подробная информация о деятельности ЦИИ ЕАБР, его публикациях и направлениях исследований, а также электронные версии опубликованных докладов доступны на сайте ЕАБР:

<https://eabr.org/analytics/integration-research/cii-reports/>

КОНТАКТЫ ЦИИ ЕАБР:

Россия, 191014, г. Санкт-Петербург
ул. Парадная, д. 7
Тел. +7 (812) 320 44 41 (доб. 2413)
Факс: +7 (812) 329 40 41
E-mail: centre@eabr.org

КОНТАКТЫ ЕАБР:

Республика Казахстан, 050051, г. Алматы
пр. Достык, д. 220
Тел: +7 (727) 244 40 44
Факс: +7 (727) 244 65 70
E-mail: info@eabr.org

ISBN: 978-5-906157-42-3



9 785906 157423

НАЦИОНАЛЬНЫЕ ВАЛЮТЫ ВО ВЗАИМОРАСЧЕТАХ В РАМКАХ ЕАЭС: ПРЕПЯТСТВИЯ И ПЕРСПЕКТИВЫ

Доклад посвящен проблемам и перспективам использования национальных валют во взаиморасчетах между странами ЕАЭС. Анализ результатов специально проведенных глубинных интервью с респондентами, представляющими бизнес, регулирующие органы и экспертное сообщество стран ЕАЭС, показывает, что основные барьеры, препятствующие более широкому использованию национальных валют, носят экономический характер, кроме того, существуют политические и нормативно-регуляторные ограничения. На основе всестороннего анализа ситуации и предложений респондентов сформулированы рекомендации по усилению роли национальных валют во взаиморасчетах между странами ЕАЭС.

Электронная версия доклада доступна на сайте Евразийского банка развития:
<https://eabr.org/analytics/integration-research/cii-reports/>