

DOI: 10.18254/S271332140015789-4

Оригинальная статья / Original Article

## ПРОБЛЕМЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ ЕДИНОГО РЫНКА ФИНАНСОВЫХ УСЛУГ И ЕДИНОЙ ВАЛЮТЫ ЕАЭС

Д. Офицеров-Бельский

ОФИЦЕРОВ-БЕЛЬСКИЙ Дмитрий Владимирович (dmitriybelskiy@gmail.com)  
Старший научный сотрудник, Институт мировой экономики и международных  
отношений РАН, Российская Федерация, Москва, ул. Профсоюзная, 23

Договор о ЕАЭС предполагает, что к 2025 г. страны сообщества завершат построение единого финансового рынка и смогут перейти к наднациональному регулированию. Это позволит повысить общую конкурентоспособность и привлекательность малых рынков, оптимизирует процессы и сотрудничество. В статье рассматриваются существующие препятствия и стимулы формирования единого финансового рынка, обосновывается тезис о пределах минимизации транзакционных издержек и возможности негативных эффектов политики дедолларизации на пространстве ЕАЭС для взаимной торговли в имеющихся экономических условиях. С позиции теории оптимальных валютных зон обосновывается важность перехода к единой валюте для развития экономик стран-членов ЕАЭС.

**Ключевые слова:** ЕАЭС, единый финансовый рынок, единая валюта ЕАЭС, теория оптимальных валютных зон, дедолларизация.

**Для цитирования:** Офицеров-Бельский Д. Проблемы и перспективы единого рынка финансовых услуг и единой валюты ЕАЭС // Евразия.Эксперт. 2021. № 2. С. 14–18. DOI: 10.18254/S271332140015789-4

## PROBLEMS AND PROSPECTS OF THE SINGLE FINANCIAL MARKET AND THE COMMON CURRENCY OF THE EAEU

D. Ofitserov-Belskiy

Dmitriy V. OFITSEROV-BELSKIY (dmitriybelskiy@gmail.com)  
Senior Reseacher, Primakov National Research Institute of World Economy and International  
Relations (IMEMO), Russian Federation, Moscow, Profsouznaya ulica, 23

The EAEU Treaty assumes that by 2025 the community countries will complete the construction of a single financial market and will be able to move to supranational regulation. This will increase the overall competitiveness and attractiveness of small markets, optimize processes and cooperation. The article examines the existing obstacles and incentives for the formation of a single financial market, substantiates the thesis about the limits of minimizing transaction costs and the possibility of negative effects of the de-dollarization policy in the EAEU space for mutual trade in the existing economic conditions. From the position of the theory of optimal currency areas, the importance of the transition to a single currency for the development of the economies of the EAEU member states is justified.

**Keywords:** EAEU, the single financial market, the single currency of the EAEU, the theory of optimal currency zones, de-dollarization.

**For citation:** Ofitserov-Belskiy D. Problems and Prospects of the Single Financial Market and the Common Currency of the EAEU // Eurasia.Expert. 2021. Is. 2. P. 14–18. DOI: 10.18254/S271332140015789-4

20 января 2021 г. странами Евразийского экономического союза была одобрена концепция единого финансового рынка. Предполагается, что ее реализация даст субъектам рынка возможность упрощенного и недискриминационного доступа на рынки других стран, входящих в объединение. Речь идет о банковском секторе, рынке ценных бумаг и страховой сфере. Данная инициатива является базовой в том смысле, что служит основой для дальнейшей работы по углублению интеграции на всех ключевых направлениях. Уже сейчас ясно, что дальнейшая работа по совершенствованию нормативной базы, а также имплементации соглашений не будет простой и потребует многочисленных компромиссов. В прошлом по аналогичному пути пошли европейские страны, и он занял несколько десятилетий, в течение которых выдвигались и обсуждались смелые концепции, а затем принимались половинчатые решения. Совершенствование институтов и механизмов ЕАЭС во многом опирается на опыт других объединений и продвигается достаточно успешно, однако при этом нельзя не отметить наличие целого ряда субстанциональных проблем.

Единый финансовый рынок хотя и является необходимой предпосылкой дальнейшей интеграции, важной в плане стратегического развития, не несет в себе очевидных выгод для участников объединения в настоящий момент. Ядром единого финансового рынка всегда являются международные финансовые центры, выступающие в качестве источника капитала для участников рынка. Как известно, аналогичным планам в отношении Москвы пока не суждено было сбыться. Но причина этого не только политическая — в не меньшей мере оказывают влияние многочисленные экономические факторы. В первую очередь это недостаточная устойчивость российской валюты, склонной к масштабным падениям и тянущая за собой остальные валюты стран ЕАЭС, далее нельзя не упомянуть профицит торгового баланса РФ, удерживающий рублевую и валютную денежную массу внутри страны, а также традиционно высокий уровень ставки рефинансирования Центробанка РФ, который теоретически должен способствовать притоку финансов в страну, но фактически препятствует потоку российских инвестиций за рубеж, и, конечно же, достаточно жесткая политика стерилизации денежной массы, направленная на борьбу с инфляцией. В силу всего перечисленного доступ к финансам с низкой процентной ставкой, в качестве основного положительно мотивированного для участников единого финансового рынка, оказывается невозможным.

Те же проблемы монетарного характера, связанные с дефицитом капитала, являются причиной не востребоваемости российских бирж в качестве площадок для первичного размещения компаний из стран ближнего зарубежья. На западных или азиатских биржах шансы успешного размещения несопоставимо выше, а прохождение через все фильтры проверок и существующие требования к прозрачности делают компании привлекательными не только для покупателей, но также и для инвесторов.

Определенный комплекс проблем имеется и в страховой сфере. Руководители страховых союзов стран ЕАЭС уже заявили о планах подписать в июне 2021 г. меморандум о намерении создать единый рынок страховых услуг и планируют начать работу с обмена имеющимися данными по видам страхования и, возможно, создания единой базы для урегулирования убытков и борьбы с мошенничеством<sup>1</sup>. В планы входит организация трансграничного обмена страховыми услугами, страхование туристов, медицинские страховки для трудовых мигрантов и т.д. При этом важно учитывать, что рынки ряда стран ЕАЭС характеризуются незначительным объемом и вызывают слабый интерес у крупных страховщиков, а недостаточная прозрачность правосудия является сферой, требующей приложения серьезных усилий. Перечисленное является некоторым осложнением для интеграционного процесса, но он же является и решением этих проблем — общий рынок частично нивелирует проблему малой привлекательности рынков, а широкий комплекс взаимных обязательств в рамках союза заставляет более щепетильно подходить к правовым вопросам. Однако в намеченные сроки меморандум не был подписан и частичное решение было найдено в двустороннем формате — 26 мая 2021 г. был подписан меморандум о взаимопонимании по вопросам сотрудничества в области формирования единого рынка страховых услуг между Всероссийским союзом страховщиков и Белорусской ассоциацией страховщиков.

Поставленной еще в 2017 г., но так и не реализованной до сих пор важнейшей задачей является создание единого перестраховочного пространства стран ЕАЭС, причем некоторые препятствия для этого имели прежде вполне искусственное происхождение — национальными регуляторами Армении и Казахстана были введены требования, фактически исключавшие передачу рисков на российский рынок по критерию странового рейтинга (формально по критерию рейтинга перестраховочных компаний,

<sup>1</sup> Полисом единым. Страховщики стран «пятерки» готовят общий рынок услуг. Коммерсантъ. № 53 от 27.03.2021, стр. 2.

однако он практически никогда не превышает странового рейтинга). В 2019 г. 89,5% страховых премий, переданных на перестрахование (всего на сумму 85,7 млрд тенге), были переданы нерезидентам Казахстана, среди которых лидируют Великобритания, Соединенные Штаты и Швейцария<sup>2</sup>. Важность рынка перестрахования заключается в том, что он в наибольшей мере интернационализирован и в наибольшей же мере обладает потенциалом сотрудничества, что особенно важно в контексте формирования единого рынка финансовых услуг.

Согласно Договору о ЕАЭС, построение единого финансового рынка пройдет в два этапа. На первом этапе (2014–2024 гг.) предполагается гармонизация национального законодательства в сфере финансового рынка, а на втором этапе, который начнется в 2025 г., ЕАЭС должен перейти к наднациональному регулированию. В настоящее время над задачами второго этапа уже ведётся интенсивная работа — прежде всего, над созданием единого наднационального регулятора и стандартизацией лицензирования банков и страховых компаний. В ряде стран ЕАЭС новые правила регулирования сейчас видятся избыточными, но в долгосрочной перспективе будут способствовать совершенствованию рынка. Однако уже обозначившиеся споры могут привести к наделению регулятора очень ограниченными полномочиями, что в итоге ослабит позитивный импульс.

Программа-максимум на данном этапе, как ее фактически сформулировал министр интеграции и макроэкономики ЕАЭС С. Глазьев, заключается в гармонизации валютного регулирования в целях прекращения утечки капитала, дедолларизации и деофшоризации экономики государств ЕАЭС, стабилизации обменных курсов валют ЕАЭС, предполагает создание евразийских бирж и механизмов ценообразования. “С целью ограничения вывоза капитала за рубеж можно ввести налог на неторговые валютнообменные операции, сборы от которого использовать в общих целях. Заключить соглашение о скоординированной валютной политике в ЕАЭС, предусматривающей механизм стабилизации соотношения обменных курсов национальных валют”<sup>3</sup>. В той или иной форме данные проблемы и решения обсуждаются достаточно давно,

<sup>2</sup> Рейтинг страховых компаний — 2020. Forbs — Казахстан, 01 сентября 2020. — URL: [https://forbes.kz//leader/rejting\\_strahovyih\\_kompaniy\\_2020\\_1598926704/](https://forbes.kz//leader/rejting_strahovyih_kompaniy_2020_1598926704/)

<sup>3</sup> “О прогнозах динамики мировой экономики в условиях пандемии COVID-19 и возможных стабилизационных мерах в рамках ЕАЭС”. С. 2. — URL: <http://www.eurasiancommission.org/ru/covid-19/Documents/1111.pdf>

а достигнутые успехи имеют частичный и очень ограниченный характер.

Наибольшие усилия в последние годы были предприняты в направлении деолларизации и перехода к платежам в национальных валютах. Однако несмотря на то, что доля платежей в национальной валюте во взаимной торговле стран ЕАЭС повысилась с 63% в 2013 г. до 74% в 2019 г.<sup>4</sup>, в целом в их внешней торговле доллар США продолжает играть основную роль. Поскольку его совокупная доля в резервах центробанков составляет 59%<sup>5</sup> и сохраняется паритет с евро в качестве валюты международных расчетов (в 3 квартале 2020 г. американский доллар впервые с 2013 г. стал второй валютой, используемой для глобальных платежей<sup>6</sup>), фактически его можно продолжать считать условным эталоном стабильности и точкой отсчета курсовых изменений остальных валют. Расчеты в долларах обеспечивают минимизацию рисков волатильности, позволяют осуществлять долгосрочное планирование, и, помимо этого, долларовые операции проще в осуществлении и дешевле. Расчеты в национальных валютах, в свою очередь, зачастую требуют особого подхода к долгосрочным контрактам, определения условий пересмотра стоимости и затрат на хеджирование — причем все перечисленное в полной мере не устраняет риски, а в основном лишь помогает гибко их перераспределять между контрагентами в случае необходимости.

В силу перечисленного, и прежде всего нестабильности российской валюты, рассчитывать, что национальные валюты постсоветских стран смогут быть адекватной заменой доллару США, было бы неверно. Политическое стимулирование такого замещения, несмотря на некоторое ослабление санкционных рисков для России и Беларуси, может иметь негативные последствия как для взаимной торговли, так и для экономик стран ЕАЭС. Кроме того, переход к расчетам в национальных валютах не меняет ситуацию принципиально. В расчетах с европейскими странами и Китаем уменьшающаяся в последние годы доля американского доллара замещается соответственно евро и китайским юанем, тогда как доля рубля значительно не растет.

<sup>4</sup> Винокуров Е., Лаврова Н., Петренко В. Повышение роли национальных валют ЕАЭС в международных расчетах. Доклады и рабочие документы, 21/1, Евразийский банк развития. Москва, 2021. С. 2.

<sup>5</sup> Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER). IMF DATA. May 5, 2021. — URL: <https://data.imf.org/?sk=E6A5F467-C14B-4AA8-9F6D-5A09EC4E62A4>

<sup>6</sup> Dollar Loses to Euro as Payment Currency for First Time in Years. Bloomberg, November 19, 2020. — URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-11-19/euro-tops-dollar-as-payments-currency-for-first-time-since-2013>



Иными словами, задачи уменьшения доли долларовых расчетов и повышения доли расчетов в валютах стран ЕАЭС представляются объективно разными. Более того, движение к расчетам в национальных валютах не предполагает симметричного роста использования всех валют — неизменно низким является уровень использования валют Армении, Беларуси, Киргизии, и значительного потенциала для увеличения их доли нет. Иными словами, процессы дедолларизации и перехода к расчетам в национальных валютах в имеющихся условиях и в существующей системе стимулов несут разные эффекты и не все из них следует рассматривать как положительные.

Программа С. Глазьева, по сути, представляет собой комплекс базовых мер по формированию общей валютной зоны. Единый рынок капиталов не может существовать без единой валюты, а экономики стран ЕАЭС требуют существенно большего объема инвестиций, источником которых прежде были европейские страны и США, которые в ближайшие годы направят их на собственную реиндустриализацию. Доминирующим подходом в исследовании мотивов и эффектов жесткой фиксации обменных курсов, а также принятия общей валюты является теория оптимальных валютных зон, разработанная в основном Р. Манделлом в 1960-х годах<sup>7</sup>. Формирование оптимальной валютной зоны устраняет неопределенности, связанные с подвижностью обменных курсов, стимулируя специализацию в производстве, а также рост торговли и инвестиций между странами-членами. Формирование оптимальной валютной зоны побуждает производителей рассматривать весь регион как единый рынок и извлекать выгоду из большей экономии за счет масштаба производства и снижения транзакционных издержек.

Для оптимальной валютной зоны характерна большая стабильность цен, что связано с тем, что случайные ценовые возмущения в разных регионах или странах в пределах зоны, как правило, компенсируют друг друга, и любое возмущение в обычных условиях относительно меньше, чем больше масштаб валютной зоны. Эта большая стабильность цен поощряет использование денег в качестве инструмента накопления и средства обмена. Оптимальная валютная зона также экономит затраты на официальные интервенции на валютных рынках, связанных с валютами стран-членов, затраты на хеджирование и затраты на обмен одной валюты на другую для оплаты импорта товаров и услуг, а также при поездках граждан между странами-членами.

<sup>7</sup> Mundell R.A. A Theory of Optimum Currency Areas, *American Economic Review*, November 1961.

Самым большим недостатком оптимальной валютной зоны является то, что ее члены не могут проводить независимую политику стабилизации и роста, согласованную с ее конкретными предпочтениями и обстоятельствами. Например, депрессивному региону или стране в пределах оптимальной валютной зоны может потребоваться экспансионистская фискальная и денежно-кредитная политика для снижения чрезмерного уровня безработицы, в то время как более процветающему региону или стране может потребоваться сдерживающая политика для ослабления инфляционного давления. В некоторой степени эти издержки оптимальной валютной зоны снижаются за счет большего потока (арбитража) капитала и рабочей силы из регионов и стран с избыточным предложением (где доходность и прибыль, как правило, низки) в регионы и страны с избыточным спросом (где доходность и прибыль выше). Формирование валютной зоны является более выгодным при условии высокой мобильности ресурсов между странами-членами объединения, их значительном структурном сходстве и их готовности тесно координировать свою фискальную, денежно-кредитную и таможенную политику<sup>8</sup>.

Международная интеграция позволяет создать более привлекательный рынок как с точки зрения масштабов, так и уменьшения транзакционных издержек. Гравитационные модели объясняют вступление стран в валютные союзы недостаточным объемом их собственного рынка, высоким уровнем товарооборота со странами, использующими резервную валюту, значительной инфляцией и различиями в наличии факторов производства<sup>9</sup>. Таким образом, можно сказать, что вероятность использования валюты в качестве единой денежной единицы валютного союза тем выше, чем больше экономика страны-эмитента, чем более развиты внешнеторговые связи этой страны и чем стабильнее ее денежная единица<sup>10</sup>.

Единая валюта ЕАЭС рассматривается в качестве решения достаточно давно, но обсуждение этого проекта не заходит далеко в силу известных препятствий, ключевым из которых является вопрос об эмиссионных центрах, ставший камнем преткновения в российско-белорусском диалоге,

<sup>8</sup> Kenen P. The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View Monetary Problems of the International Economy, ed. by R. Mundell and A. Swoboda, 41–60. Chicago, 1969.

<sup>9</sup> Deardorff A. Determinants of Bilateral Trade: Does Gravity Work in a Classical World? In: Frankel J., Ed., *The Regionalization of the World Economy*. Chicago, 1998.

<sup>10</sup> Наркевич С.С., Трунин П.В. Перспективы рубля как региональной резервной валюты: теоретический аспект // *Вопросы экономики*. 2012. № 12. С. 84–97.

а также сложности гармонизации фискальной политики и отношения в большинстве стран к национальной валюте как к одному из ключевых атрибутов суверенитета. Однако все описанные препятствия могут быть сняты, если общая стабильная валюта объединения будет второй для каждой страны. Безналичная валюта ЕАЭС могла бы стать валютой общего расширяющегося бюджета ЕАЭС, финансирования инвестиционных программ Евразийским банком развития и т.д. В случае, если общая стабильная безналичная валюта будет привязана к мультивалютной корзине или к золоту, она будет вполне способна занять нишу американского доллара. Для этого каждая из стран союза может зарезервировать в своих золотовалютных резервах долю, соответствующую своему ВВП. Это позволит избежать потери дохода от сеньоража, неизбежной при любом варианте долларизации и будет способствовать солидарной ответственности<sup>11</sup>.

Такая валюта устранил целый ряд недостатков, одновременно являясь основным инвестиционным средством и стабилизатором экономик, а также, отчасти, обычным средством повседневных безналичных платежей. Введение второй для каждой страны ЕАЭС общей валюты позволит проводить при ее помощи отдельную политику в сфере ключевых инвестиций, используя пониженную процентную ставку, и реализовать дремлющий потенциал золотовалютных резервов без их сокращения. Связка «одно государство — одна валюта» представляется не только теоретически несостоятельной, но также исторически неоправданной. Одновременное хождение нескольких валют на одном политическом пространстве было распространено до Нового времени. Сегодня, при безналичном расчете, каждый из нас может произвести оплату практически в любой валюте по счету, выставленному, например, в рублях или тенге. Помимо малоизвестных региональных валют, таких как итаковский час или эуско (и то и другое в большей степени эксперимент, нежели полноценное платежное средство), существуют также и международные валюты помимо евро (например, восточно-карибский доллар). Распространение криптовалют практически однозначно указывает на тенденцию к пролиферации платежных средств. История демонстрирует успешную практику бивалютной системы в Веймарской Германии, позволившей стране выйти

из инфляционного и инвестиционного коллапса. Наиболее удачный современный пример бивалютного обращения демонстрирует Китай — параллельно используются юани для внутренних и внешних расчетов (CNY и CNH соответственно).

Данный подход способен устранить лишь часть противоречий, неизбежных при формировании общих рынков, и поможет решить только часть задач. Разумеется, она накладывает и особые обязательства на Россию как крупнейшую экономику объединения, которая до сих пор не преобразовала «количество» в качество как в системный фактор евразийской интеграции.

## СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Винокуров Е., Лаврова Н., Петренко В. Повышение роли национальных валют ЕАЭС в международных расчетах. Доклады и рабочие документы, 21/1, Евразийский банк развития. Москва, 2021. С. 2.
2. Наркевич С.С., Трунин П.В. Перспективы рубля как региональной резервной валюты: теоретический аспект // Вопросы экономики. 2012. № 12. С. 84–97.
3. О прогнозах динамики мировой экономики в условиях пандемии COVID-19 и возможных стабилизационных мерах в рамках ЕАЭС. С. 2. — URL: <http://www.eurasiancommission.org/ru/covid-19/Documents/1111.pdf>
4. Полисом единым. Страховщики стран «пятерки» готовят общий рынок услуг. Коммерсантъ, № 53. 27.03.2021, стр. 2.
5. Рейтинг страховых компаний — 2020. Forbs — Казахстан, 01 сентября 2020. — URL: [https://forbes.kz/leader/rejting\\_strahovyih\\_kompaniy\\_2020\\_1598926704/](https://forbes.kz/leader/rejting_strahovyih_kompaniy_2020_1598926704/)
6. Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER). IMF DATA. May 5, 2021. — URL: <https://data.imf.org/?sk=E6A5F467-C14B-4AA8-9F6D-5A09EC4E62A4>
7. Deardorff A. Determinants of Bilateral Trade: Does Gravity Work in a Classical World? In: Frankel J., Ed., The Regionalization of the World Economy. Chicago, 1998.
8. Dollar Loses to Euro as Payment Currency for First Time in Years. Bloomberg, November 19, 2020. — URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-11-19/euro-tops-dollar-as-payments-currency-for-first-time-since-2013>
9. Kenen P. The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View Monetary Problems of the International Economy, ed. by R. Mundell and A. Swoboda, 41–60. Chicago, 1969.
10. Mundell R.A. A Theory of Optimum Currency Areas // American Economic Review, November 1961.

<sup>11</sup> Под «долларизацией» понимается процесс замещения в обороте национальных валют более стабильной иностранной валютой.

Поступила в редакцию / Received 21.05.2021

Поступила после рецензирования и доработки / Revised 30.06.2021

Принята к публикации / Accepted 15.07.2021