

## ОЦЕНКА ФАКТОРОВ ОБЕСПЕЧЕНИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА И ДОСТИЖЕНИЯ ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ В ГОСУДАРСТВАХ – ЧЛЕНАХ ЕВРАЗИЙСКОГО ЭКОНОМИЧЕСКОГО СОЮЗА\*

Елена Анатольевна ЗВОНОВА<sup>а\*</sup>, Виктор Яковлевич ПИЩИК<sup>б</sup>

<sup>а</sup> доктор экономических наук, профессор, заведующая кафедрой «Мировые финансы», Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Российская Федерация  
zvopovaelena7@mail.ru

<sup>б</sup> доктор экономических наук, профессор, профессор кафедры «Мировые финансы», Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Российская Федерация  
pv915@mail.ru

\* Ответственный автор

### История статьи:

Принята 25.01.2016

Принята в доработанном виде

21.02.2016

Одобрена 16.03.2016

УДК 336 (075.8)

JEL: F36, F45, F52, E31, E44

### Ключевые слова:

макроэкономическая стабильность, финансовая устойчивость, валюта, бюджет, банки

### Аннотация

**Предмет.** В статье отмечается, что основной проблемой современного развития мировой экономической системы является достижение макроэкономической и финансовой стабильности. Именно такая стабильность формирует условия для решения исключительно важной задачи – обеспечения экономической безопасности как национальных государств, так и их интеграционных группировок.

**Цели.** Оценка факторов достижения финансовой устойчивости и экономического роста в интеграционной группировке государств – членов Евразийского экономического союза (ЕАЭС).

**Методология.** С помощью методов сравнительного и статистического анализа исследуются различные факторы достижения макроэкономической и финансовой стабильности в странах ЕАЭС. Также используются положения современных теорий мировой экономики.

**Результаты.** Предложено комплексное теоретическое определение макроэкономической и финансовой стабильности, выделены и проанализированы критерии и показатели макроэкономической стабильности для государств – членов ЕАЭС. Осуществлена классификация критериев и групп факторов, способствующих достижению финансовой стабильности на макроуровне, названы основные направления их реализации, проведен анализ показателей финансовой устойчивости в странах ЕАЭС. На основе выделенных пяти групп факторов финансовой стабильности проведено исследование банковского, фондового и страхового секторов регионального финансового рынка стран ЕАЭС.

**Выводы.** Сделаны выводы о том, что основной структурной проблемой ЕАЭС является макроэкономическая несбалансированность в регионе. Предлагаются разработка и внедрение механизма оценки возникающих макроэкономических дисбалансов и более тесная координация экономической политики стран – членов ЕАЭС – создание банковского и налогового союза, регионального центра мониторинга развития национальных финансовых рынков, учреждение общего бюджета ЕАЭС. Результаты проведенного исследования могут найти практическое применение в деятельности Евразийской экономической комиссии, а также министерств финансов и центральных банков государств – членов ЕАЭС.

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2016

### Введение

Основной проблемой посткризисного развития мировой экономической и финансовой системы является решение двух взаимосвязанных и взаимообусловленных задач: достижение макроэкономической стабильности (экономического роста) и создание условий для финансовой стабильности. Это в равной мере актуально на национальном, региональном (в рамках интеграционных группировок стран) и глобальном уровнях.

Достижение макроэкономической и финансовой стабильности создает условия для укрепления экономической безопасности национальных государств, а также их интеграционных группировок. В Стратегии национальной безопасности РФ подчеркивается: «Важнейшими факторами обеспечения экономической безопасности являются повышение эффективности государственного регулирования экономики в целях достижения устойчивого экономического роста, повышение производительности труда, освоение новых ресурсных источников, стабильность функционирования и развития финансовой системы, повышение ее защищенности, валютное регулирование и

\* Статья подготовлена при финансовой поддержке РГНФ. Грант № 15-02-00669.

валютный контроль, накопление финансовых резервов, сохранение финансовой стабильности»<sup>1</sup>. В связи с этим становится актуальным анализ современного состояния макроэкономической и финансовой стабильности в наиболее развитом интеграционном объединении на евразийском пространстве с участием России – учрежденном 01.01.2015 Евразийском экономическом союзе (ЕАЭС)<sup>2</sup>.

Для понимания сущности экономической и финансовой стабильности необходимо определиться с термином «стабильность». В классическом ключе стабильность – это достижение такого состояния системы, которое может поддерживаться длительное время с помощью присущих ей регулирующих средств. Таким образом, экономическую и финансовую стабильность следует понимать не как конечное и неизменное состояние, а как стратегический процесс, заключающийся в приближении к заветной цели. Между понятиями «устойчивость» и «стабильность» нельзя поставить знак равенства [1]. Главным условием устойчивого развития является достижение равновесия. Устойчивость – это такое состояние экономической системы, когда нет причин для нарушения достигнутого равновесия. Поэтому стабильность – это способность системы, выведенной из состояния устойчивости, вернуться к нему самостоятельно.

### **Анализ показателей макроэкономической стабильности в странах ЕАЭС**

Макроэкономическая стабильность может быть определена как процесс четкого взаимодействия внутренних механизмов стабилизации – оперативного, тактического и стратегического – в целях выведения страны или интеграционной группировки стран из кризисного состояния и обеспечения экономического роста. При этом важной составляющей макроэкономической стабильности является финансовая стабильность (устойчивость). Сущность макроэкономической стабилизации заключается в преодолении макроэкономической несбалансированности, характеризующейся колебаниями объема национального продукта, уровнем цен и занятости и отсутствием условий для уверенного роста объема ВВП [2].

<sup>1</sup> Стратегия национальной безопасности Российской Федерации: утверждена Указом Президента РФ от 31.12.2015 № 683.

<sup>2</sup> Договор о Евразийском экономическом союзе: подписан главами России, Белоруссии и Казахстана 29.05.2014.

Главным показателем экономической стабильности как процесса является уровень экономического роста. К базовым показателям экономического роста следует отнести:

- 1) темпы роста ВВП за период;
- 2) объем ВВП, приходящийся на душу населения;
- 3) темпы роста производства важнейших видов продукции;
- 4) уровень инфляции (индекс потребительских цен в годовом выражении);
- 5) профицит (дефицит) государственного бюджета в процентах к ВВП;
- 6) размер государственного долга (внутреннего и внешнего) в процентах к ВВП;
- 7) сальдо счета текущего платежного баланса;
- 8) индекс реального эффективного обменного курса национальной валюты к иностранным валютам в процентах к предыдущему году [3].

Чтобы показатель роста ВВП мог служить действительно объективным показателем экономического роста, необходимо соблюдение двух условий его использования:

- экономический рост следует оценивать на основе изменения реального, а не номинального объема ВВП, то есть ВВП, очищенного от влияния инфляции;
- экономический рост лучше оценивать на основе изменения не общей, а удельной величины ВВП на душу населения страны [4].

В ЕАЭС еще на этапе формирования Таможенного союза (ТС) и Единого экономического пространства (ЕЭП) в составе России, Белоруссии и Казахстана особое внимание было уделено формированию нормативно-правовой базы проведения согласованной макроэкономической политики в целях обеспечения экономического роста и эффективного функционирования Таможенного союза и Единого экономического пространства [5]. В соответствии с Соглашением о макроэкономической политике, подписанным главами России, Белоруссии и Казахстана 09.12.2010<sup>3</sup>, определены критерии ценовой и финансовой устойчивости регионального объединения, оцениваемой по показателям сближения уровня инфляции, верхнего предела

<sup>3</sup> Соглашение о макроэкономической политике: подписано главами России, Белоруссии и Казахстана 09.12.2010.

бюджетного дефицита и госдолга интегрируемых стран (табл. 1).

В аналитических целях на ежеквартальной и ежегодной основе Евразийская экономическая комиссия (ЕЭК) осуществляет мониторинг ряда следующих ключевых макроэкономических показателей<sup>4</sup>, определяющих устойчивость экономического развития государств – членов ЕАЭС:

- темпы роста валового внутреннего продукта (ВВП), % к предыдущему году;
- ВВП на душу населения по паритету покупательной способности, тыс. долл. США;
- сальдо счета текущих операций платежного баланса, млн долл. и % к валовому внутреннему продукту;
- индекс реального эффективного обменного курса национальной валюты, % к предыдущему году<sup>5</sup>.

Анализ данных табл. 2 свидетельствует об ухудшении экономической ситуации в странах – членах ЕАЭС (кроме Кыргызской Республики). Это видно по показателю динамики ВВП. В этот период повсеместно падали темпы экономического роста, а за январь–октябрь 2015 г. в России и Белоруссии произошло сокращение объема ВВП на 3,7%. Общей причиной этого выступает снижение внутреннего спроса в результате негативного влияния внешних шоков.

Наиболее распространенным оценочным показателем согласованности и стабильности реальной экономической конвергенции интегрирующихся стран является расчет динамики ВВП на душу населения [6]. В последние годы происходило постепенное увеличение объема ВВП на душу населения. Однако не только сохранялась, но и росла значительная дифференциация по данному показателю между Россией, Казахстаном и Белоруссией, с одной стороны, и Арменией и Киргизией – с другой, достигая 5–8-кратного расхождения.

В целом следует отметить, что параметры устойчивости экономического роста характеризуются невысоким значением и даже падением (в отдельных странах) абсолютного

показателя объема ВВП и значительным расхождением между государствами, например по показателю ВВП на душу населения. Фундаментальной основой существенных различий между странами ЕАЭС по показателям ценовой и финансовой стабильности и устойчивости становятся значительные структурные диспропорции в уровнях социально-экономического развития и, соответственно, особенности реакции органов денежно-кредитного и финансово-экономического управления в этих странах на обострение геэкономических рисков и внешних шоковых воздействий.

В 2012–2015<sup>6</sup> гг. критериальный показатель ценовой устойчивости (расчетное допустимое значение уровня инфляции) в полной мере соблюдался в Казахстане. В Белоруссии в 2012 г. уровень инфляции в 1,5 раза превышал расчетный допустимый показатель роста цен с постепенным уменьшением уровня превышения реального значения данного показателя до 4,5% в январе–сентябре 2015 г. В России на протяжении 2012–2014 гг. уровень инфляции был существенно ниже расчетного допустимого значения. Однако в январе–декабре 2015 г. под влиянием рецессии и значительной девальвации российского рубля произошел резкий всплеск инфляции, несмотря на высокий уровень процентных ставок [7]. В результате фактическое значение индекса потребительских цен на 6,2 п.п. превысило расчетный критериальный показатель уровня инфляции (табл. 3).

На протяжении 2012 г. – первой половины 2015 г. все государства – члены ТС и ЕЭП и кандидаты на вступление в ЕАЭС (Республика Армения и Кыргызская Республика) в основном соблюдали установленные количественные значения дефицита государственного бюджета и госдолга по итогам года на уровне 3% ВВП и 50% ВВП соответственно. Превышение значений этих показателей по дефициту бюджета (2012 г.) и размеру госдолга (2015 г.) имело место только в Кыргызской Республике (табл. 4, 5).

По показателю сальдо платежного баланса национальные экономики государств – членов ЕАЭС также значительно дифференцированы. В 2015 г. во многом из-за изменения конъюнктуры на мировом рынке энергоносителей положительное сальдо текущего платежного баланса Казахстана сменилось его отрицательным значением. Напротив, хронически дефицитный платежный баланс Белоруссии в первой половине 2015 г. стал положительным. Под влиянием

<sup>4</sup> Показатели рассчитываются в соответствии с национальным законодательством.

<sup>5</sup> Договор о Евразийской экономической комиссии: подписан главами России, Белоруссии и Казахстана 18.11.2011.

<sup>6</sup> Данные за первую половину 2015 г.

внешних факторов значительно уменьшилось также положительное сальдо текущего платежного баланса России (табл. 6).

На состояние платежного баланса стран – членов ЕАЭС существенное влияние оказывает также динамика реального эффективного обменного курса национальных валют (табл. 7). Анализ данных табл. 7 свидетельствует о значительной волатильности реального эффективного обменного курса национальных валют как по государствам, так и по годам. При этом наиболее значительная неустойчивость обменного курса характерна для белорусской и российской валют. Между тем фактор устойчивости российского рубля имеет ключевое значение для перспектив валютно-экономической интеграции в регионе ЕАЭС [8], учитывая, что в российской валюте осуществляется более половины взаимных расчетов в сфере торгово-экономических отношений России с Казахстаном и Белоруссией<sup>7</sup>.

В 2015 г. ситуация в реальном, монетарном, фискальном и внешнем секторах экономики стран ЕАЭС характеризовалась нарастанием негативных тенденций, связанных с неопределенностью перспектив выхода из рецессии и осложнением геополитических и геоэкономических условий. Наиболее неустойчивая макроэкономическая ситуация сложилась в Белоруссии и России. Показатели экономического роста, промышленного производства и инвестиционной активности в 2015 г. имели в этих странах отрицательное значение. Снижение индекса реального эффективного курса российского рубля вызвало сокращение импорта и не оказало стимулирующего воздействия на экспорт в 2015 г. В Армении и Белоруссии также произошло значительное сокращение объема внешнеторгового оборота. Во всех странах, кроме Казахстана, снизился размер международных резервов. При этом в России произошло наиболее масштабное сокращение официальных валютных резервов – на одну треть вследствие повышенной волатильности курса российского рубля и необходимости проведения крупных валютных интервенций для его поддержки [4].

### **Факторы финансовой стабильности стран ЕАЭС**

Обеспечение финансовой стабильности (устойчивости финансовой системы) входит в число приоритетных направлений достижения

<sup>7</sup> В 2014 г. доля платежей в российских рублях с этими странами составила: по ЕАЭС в целом – около 70%; с Казахстаном – 63,8%; с Белоруссией – 85,5%.

стабильного экономического роста (макроэкономической стабильности)<sup>8</sup>. Осуществляя инвестиционные проекты и предоставляя все виды финансовых продуктов и услуг, включая платежные услуги, устойчивые финансовые системы способствуют росту экономической активности. По мере развития и расширения финансовых рынков и банковской системы как институциональной части финансового рынка, а также признания важности влияния финансового сектора на реальную экономику, регулирующие институты стали уделять больше внимания стабильности национальных финансовых систем [9]. Финансовую стабильность принято рассматривать на трех уровнях:

- микроуровне;
- национальном уровне;
- межнациональном уровне, в частности в рамках интеграционных союзов.

При этом следует принимать во внимание, что все три уровня финансовой стабильности взаимосвязаны. Так, финансовая стабильность на микроуровне, то есть на уровне отдельных организаций, способствует достижению финансовой стабильности на национальном уровне. В свою очередь финансовая стабильность на национальном уровне, то есть на уровне отдельных стран, способствует поддержанию финансовой стабильности на межнациональном уровне. Если финансовая стабильность на микроуровне достаточно хорошо изучена, и в современной теории финансов корпораций сложился определенный набор показателей для ее измерения, то финансовая стабильность на национальном и межнациональном уровнях требует выявления основных существенных характеристик [10].

Можно выделить пять ключевых принципов, которыми следует руководствоваться для понимания сущности такого экономического явления как финансовая стабильность:

- охватывает различные элементы финансовой системы: инфраструктуру, институты и финансовый рынок в целом;

<sup>8</sup> Договор о согласованной валютной политике государств – участников Соглашения о согласованных принципах валютной политики от 09.12.2010; подписан главами центральных (национальных) банков трех стран 12.12.2011. URL: <http://www.consultant.ru>

- подразумевает не только то, что финансовая система эффективно выполняет свои функции по распределению ресурсов и рисков, мобилизации сбережений и накоплению богатства, но и бесперебойно предоставляет финансовые продукты и услуги;
- характеризуется не только отсутствием финансово-экономических кризисов, но и способностью финансовой системы вовремя ограничивать и устранять различные дисбалансы, преимущественно до того, как они нанесут ущерб системе в целом;
- рассматривается с позиции влияния на реальный сектор экономики. Если нарушения в функционировании финансовых рынков или институтов не представляют угрозы для реального сектора экономики, то они не должны расцениваться как угрозы для финансовой стабильности;
- финансовая стабильность – это не какое-либо определенное устойчивое состояние или процесс, к которому финансовая система должна вернуться, пережив кризис, а некий диапазон, в рамках которого финансовая система остается стабильной.

Проведенный анализ базовых принципов финансовой стабильности позволил выделить четыре группы факторов, призванных обеспечивать устойчивость финансовой системы (финансовую стабильность), а также направления их реализации (табл. 8).

Если обобщить четыре выделенные группы факторов финансовой стабильности, то можно сформулировать следующее определение категории «финансовая стабильность»: финансовая система находится в состоянии стабильности тогда, когда она способна обеспечивать экономический рост, а также устранять финансовые дисбалансы, возникающие либо внутри системы, либо в результате значительных внешних негативных и непредвиденных событий. Другими словами, под финансовой стабильностью понимается такое состояние финансовой системы, когда она эффективно выполняет свои ключевые функции и способна поглощать внутренние и внешние шоки, не нанося ущерба реальному сектору экономики.

Базовой группой факторов достижения финансовой стабильности являются бесперебойность и эффективность выполняемых финансовой системой функций [11]. При этом речь

идет не только о функциях, внутренне присущих финансовой системе – мобилизации сбережений и накоплений и их сбалансированного распределения. Для стабильного и устойчивого функционирования финансовой системы необходимо устойчивое и бесперебойное предоставление экономике финансовых услуг: платежных, кредитно-банковских, инвестиционных, страхования и пр., а также взаимосвязанное и непрерывное секторальное и кросс-секторальное обращение продуктов и услуг финансового рынка. Для обеспечения этой группы факторов финансовой стабильности принципиально важной представляется устойчивость банковской системы. Банковский сектор финансового рынка выполняет функции по мобилизации сбережений и накоплений, размещению и заимствованию ресурсов, является источником ликвидных активов для остальной экономики, а также предоставляет все виды финансовых продуктов и услуг, включая кросс-секторные продукты и услуги, которыми пользуются все экономические субъекты в процессе осуществления хозяйственной деятельности. Поэтому банкротства банковских учреждений могут подорвать деятельность всех остальных финансовых и нефинансовых структур, а также негативно сказаться на доверии к финансовой системе в целом [12]. В рамках анализа финансовой стабильности банков необходимо отслеживать достаточность капитала, качество и состав активов, прибыль и рентабельность, ликвидность, а также чувствительность к рыночному риску.

В структуре финансового рынка стран ЕАЭС центральное место занимает его банковский сегмент, который обеспечивает наибольший объем финансирования потребностей реального сектора экономики. Постепенно развивается процесс концентрации банковского капитала. По данным ЕЭК, за 2010–2014 гг. количество банков стран – членов ЕАЭС (России, Белоруссии и Казахстана) сократилось с 1 125 до 949, в том числе в России – со 1 012 до 834. При этом размер активов банковского сектора трех стран за этот период увеличился с 1,2 трлн до 2,2 трлн долл., а собственный банковский капитал – со 174 млрд до 228 млрд долл. В течение 2010–2014 гг. наблюдалась общая повышательная динамика объема банковских активов относительно ВВП в России, Армении и Киргизии, в то время как в Белоруссии и Казахстане произошло некоторое снижение этого относительного показателя. В 2010–2014 гг. на фоне некоторого увеличения объема капитализации банков в абсолютном

выражении показатели банковского капитала относительно ВВП практически не изменялись, за исключением небольшого роста в России и снижения в Белоруссии (табл. 9).

Основным аспектом сдерживания интеграционного банковского сотрудничества стран – членов ЕАЭС в финансово-банковской сфере является сохранение дискриминационных условий доступа на финансовые рынки друг друга. Например, в Казахстане действует запрет на открытие филиалов банков-нерезидентов и страховых организаций-нерезидентов на территории страны. Кроме того, если банковский холдинг-нерезидент контролирует более 25% банка, то он подлежит консолидированному надзору на территории Казахстана. В России и Белоруссии установлен лимит иностранного участия в капитале кредитных организаций на уровне 50%, требуется предварительное разрешение на создание кредитной организации с иностранным участием от финансового регулятора.

Второй важнейший фактор финансовой стабильности – кризисоустойчивость и стабильность финансовых рынков<sup>9</sup>. В зависимости от характера обращающихся финансовых продуктов и услуг финансовый рынок может быть представлен следующими секторами: валютным, кредитно-депозитным, фондовым, страховым, инвестиционным. Кроме того, в структуре финансового рынка широко представлен сектор производных финансовых инструментов. Основным механизмом достижения кризисоустойчивости финансового рынка выступает способность вовремя ограничивать и устранять различные дисбалансы, преимущественно до того, как они нанесут ущерб финансовой системе (сбережений и потребления, бюджетные, долговые, валютного курса, банковской системы и пр.) [13].

В настоящее время структура национальных финансовых рынков стран ЕАЭС недостаточно гармонизирована: на разных национальных рынках (за исключением кредитно-банковского сектора) преобладают разные финансовые продукты и услуги (табл. 10).

Развитие валютного сотрудничества стран ЕАЭС представляется ключевым фактором достижения финансовой стабильности в странах ЕАЭС,

<sup>9</sup> Финансовый рынок представляет собой рынок, на котором экономические субъекты могут осуществлять куплю-продажу финансовых продуктов и услуг в соответствии с некоторыми установленными правилами.

которое можно оценивать по двум взаимодополняемым критериям:

- ориентация денежных властей каждой из стран – участниц объединения на использование режима регулируемого валютного курса;
- разработка и реализация на практике институтами ЕАЭС мер валютной унификации, адекватных соответствующему этапу интеграции.

В Договоре о согласованной валютной политике государств – участников Соглашения о согласованных принципах валютной политики от 09.12.2010 сформулированы цели согласованной валютной политики:

- углубление экономической интеграции;
- обеспечение свободного движения товаров, услуг и капитала;
- повышение роли национальных валют государств-участников в проведении расчетов по внешнеторговым и инвестиционным операциям [14].

В настоящее время в рамках ЕАЭС отсутствует какое-либо согласование позиций по вопросу национальных режимов валютного курса. Национальный банк Республики Беларусь практикует режим регулируемого валютного курса соответственно с привязкой к мультивалютной корзине валют (доллар, евро и российский рубль) в равных пропорциях с установленным количественным целевым ориентиром. Центральный банк Республики Армении и Национальный банк Кыргызской Республики используют режимы мягкого регулирования без определения количественных параметров обменного курса национальных валют. Банк России с 10.11.2014 и Национальный банк Республики Казахстан с 20.08.2015 перешли к стратегии инфляционного таргетирования в сочетании с режимом плавающего валютного курса национальных валют. Однако на практике Банк России (так же как и регуляторы монетарной политики Армении и Киргизии) косвенно (официально – без целевого ориентира) осуществляет управление обменным курсом национальной валюты путем проведения валютных интервенций в целях сглаживания его резких колебаний.

Переход Банка России к режиму плавающего валютного курса рубля привел к значительному

ослаблению как внешней, так и внутренней стабильности российской валюты. На фоне возросшей волатильности обменного курса рубля темпы инфляции в первой половине 2015 г. составили 16% в годовом исчислении, что в три раза выше, чем в Казахстане (5,2%) и Армении (5,1%).

После перехода Банка России к плавающему курсу рубля и последовавшей за ним резкой девальвации российской валюты, а с 12.08.2015 и китайского юаня (на 3% к доллару), произошло резкое снижение конкурентоспособности экспорта Казахстана на рынках России и Китая, являющихся наиболее крупными торговыми партнерами этой страны. Это обстоятельство, наряду с дальнейшим снижением цен на нефть, вынудило Национальный банк Казахстана отказаться от регулируемого курса тенге по отношению к мультивалютной корзине и перейти к режиму свободно плавающего курса национальной валюты. В результате курс тенге к доллару на торгах Казахстанской фондовой биржи 20.08.2015 снизился на 26%.

Ситуацию, которая складывается в странах ЕАЭС с конца 2014 г., можно с полным основанием охарактеризовать как «валютные войны», ведущиеся в целях повышения конкурентоспособности национального экспорта в ущерб задачам долгосрочного интеграционного сотрудничества. Рассогласованность режимов валютного курса, используемых странами в рамках ЕАЭС, означает отсутствие исходных предпосылок для координации курсовой политики на региональном уровне для стимулирования экономической интеграции и создает трудности в реализации уже одобренной странами – членами ЕАЭС на высшем уровне нормативно-правовой базы регулирования валютного сотрудничества.

Что касается национальных фондовых рынков стран – членов ЕАЭС, то они невелики по объему, слабо взаимосвязаны, а их значение для национальных экономик неравноценно. Совокупная капитализация рынка акций России, Белоруссии и Казахстана за 2010–2014 гг. уменьшилась с 1 017 млрд до 412 млрд долл. Основной причиной этого стало сокращение за указанный период российского сегмента рынка – с 949 млрд до 386 млрд долл.<sup>10</sup> На российском рынке ценных бумаг сконцентрирована основная часть торгов фондовыми ценностями. В 2014 г., по

<sup>10</sup> URL: [http://www.eurasiancommission.org/ru/act/integr\\_i\\_makroec/dep\\_stat/finstat/](http://www.eurasiancommission.org/ru/act/integr_i_makroec/dep_stat/finstat/); База данных Мировой федерации бирж. Месячные данные. URL: <http://www.world-exchanges.org/>

данным ЕЭК, объем торгов акциями, государственными и корпоративными ценными бумагами на основных биржевых площадках стран ЕАЭС составил 565 млрд долл., из которых 551 млрд<sup>11</sup> приходится на Московскую биржу ММВБ-РТС<sup>12</sup>.

Учитывая различия в масштабах экономик стран ЕАЭС, наиболее показательной характеристикой значения рынка ценных бумаг для их развития является сопоставление параметров объема торгов ценными бумагами к размеру ВВП отдельных стран. В 2014 г. объем торгов акциями, государственными и корпоративными ценными бумагами на Московской бирже составил 29,3% ВВП, на Белорусской фондовой бирже – 5,4% ВВП, на Казахстанской бирже – 4,4% ВВП и на биржах Армении и Киргизии – соответственно 1,3 и 0,4% ВВП<sup>13</sup>. На всех биржах в фондовом сегменте преобладает торговля облигациями, причем на биржах Белоруссии, Армении и Киргизии осуществляется только торговля облигациями<sup>14</sup>.

Кроме банковского и фондового секторов на финансовом рынке стран ЕАЭС представлен сектор страховых услуг (табл. 10), на котором, так же как и в банковском секторе, количество институциональных участников сокращается – с 682 в 2010 г. до 462 в 2014 г. Объем страховых премий и страховых выплат за этот период увеличился незначительно – соответственно с 20 млрд до 28,7 млрд долл. и с 10,3 млрд до 13,2 млрд долл. В целом же такие базовые показатели деятельности и финансовой устойчивости страховых компаний, как соотношение размера активов и капитализации к объему ВВП, значительно уступают соответствующим параметрам банковского сектора членов ЕАЭС. В частности, в 2014 г. объем активов страховых компаний находился в пределах от 2,8% ВВП в Белоруссии до 0,5% в Киргизии, а размер капитализации – в пределах от 1,6% ВВП в Белоруссии до 0,4% в Киргизии<sup>15</sup>.

Кризисоустойчивость и стабильность финансовых рынков стран ЕАЭС также поддерживается постепенной гармонизацией бюджетно-налоговой

<sup>11</sup> Рассчитано по данным ЕЭК по среднему официальному курсу валют к доллару США за 2014 г.

<sup>12</sup> URL: <http://www.moex.com>

<sup>13</sup> URL: [http://www.eurasiancommission.org/ru/act/integr\\_i\\_makroec/dep\\_stat/finstat/](http://www.eurasiancommission.org/ru/act/integr_i_makroec/dep_stat/finstat/)

<sup>14</sup> URL: <http://www.eurasiancommission.org/ru>

<sup>15</sup> URL: <http://www.eurasiancommission.org/ru>

политики<sup>16</sup>. В сфере бюджетных отношений по согласованию стран ЕАЭС действует принцип бюджетного суверенитета, и в настоящее время отсутствует нормативно-правовая база гармонизации в данной сфере сотрудничества, за исключением норм, содержащихся в Соглашении о согласованной макроэкономической политике от 09.12.2010. На данном этапе интеграционного взаимодействия государств соблюдение согласованных значений основных макроэкономических показателей носит рекомендательный характер.

В ЕАЭС не предусмотрен общий региональный бюджет. Но для углубления интеграционного сотрудничества необходим коллективный финансовый механизм аккумуляции и перераспределения ресурсов для модернизации отдельных отраслей экономики и сглаживания региональных диспропорций. Одним из источников общего бюджета могли бы стать ввозные таможенные пошлины, учитывая, что коллективный механизм их взимания и перераспределения в национальные бюджеты уже создан в рамках Таможенного союза и эффективно действует с сентября 2010 г.

В области налоговой политики, так же как и в сфере бюджетных отношений, предусмотрен суверенитет государств – членов ЕАЭС. Тем не менее в настоящее время разрабатываются и принимаются меры, направленные на достижение определенной согласованности правовых систем различных государств, с учетом особенностей налогообложения в отдельных странах. В частности, речь идет о сближении национальных систем налогообложения, сформировавшихся на основе действующей нормативно-правовой базы и включающих налоговые кодексы, а также соглашения об избежании двойного налогообложения и обмене информацией по вопросам соблюдения налогового законодательства. В рамках созданного при ЕЭК Консультативного комитета по налоговой политике и администрированию прорабатываются и выносятся на рассмотрение предложения по направлениям гармонизации национальных систем прямого и косвенного налогообложения. В их числе:

- сближение и унификация национальных налоговых систем;
- меры по снижению налоговой конкуренции;

- разработка и применение эффективных способов и методов налогообложения транснациональных корпораций и субъектов хозяйственной деятельности, относящихся к естественным монополиям;
- выравнивание акцизов на отдельные потребительские товары и др.

Результатом работы Консультативного комитета стало включение в принятый Договор о ЕАЭС ряда согласованных позиций по вопросам налогообложения:

- предоставление странам права придерживаться национального режима в отношении взимания налога на добавленную стоимость, иных сборов и платежей во взаимной торговле;
- согласование подходов к гармонизации ставок акцизов по наиболее чувствительным товарам;
- устранение двойного налогообложения (уплата НДС) при покупке личных транспортных средств в рамках Таможенного союза.

В настоящее время на завершающей стадии подготовки находятся два соглашения о выравнивании ставок акцизов в государствах – членах Таможенного союза на алкогольную и табачную продукцию.

Ключевой группой факторов финансовой стабильности выступают факторы, связанные с качеством финансовой инфраструктуры. Важнейшей характеристикой такого качества является прочность платежной системы. При оценке эффективности национальной платежной системы необходимо учитывать ее соответствие стандартам и практике, принятым на международном уровне. На качестве финансовой инфраструктуры сказывается совершенство правовой системы и системы регулирования бухгалтерского учета, сложившихся в стране. Важным представляется также выбор институциональной модели наднационального регулятора в странах ЕАЭС: наднациональный центральный банк, мегарегулятор с широкими функциями и правами или другой институт [15].

Таким образом, предложенный набор факторов позволяет провести комплексный анализ финансовой стабильности на национальном уровне, что необходимо в процессе формирования гармонизированной стабилизационной финансовой политики (СФП) государств – членов ЕАЭС.

<sup>16</sup> Там же.



Стабилизационная финансовая политика представляет собой комплекс мер, направленных на установление или восстановление приемлемого макроэкономического равновесия с использованием всей системы факторов финансовой стабильности. СФП – один из видов государственной и межгосударственной финансовой политики наряду с бюджетной, налоговой, денежно-кредитной, валютной, таможенной, а также политикой регулирования секторов финансового рынка. Вместе с тем стабилизационная финансовая политика невозможна в отрыве от перечисленных видов финансовых политик и основана на их использовании в рамках реализации целей стабилизационной финансовой политики. СФП предполагает использование совокупности инструментов и механизмов других видов финансовых политик для обеспечения финансовой стабильности и экономического роста [16].

### Заключение

На основе проведенного анализа можно сделать ряд выводов и внести предложения.

*Во-первых*, основной структурной проблемой ЕАЭС является макроэкономическая несбалансированность в регионе. При относительной финансовой устойчивости по параметрам бюджетного дефицита и государственного долга усиливаются расхождения в темпах инфляции между странами. К фундаментальным причинам слабого продвижения стран ЕАЭС по пути валютно-финансовой интеграции относятся невысокая степень конкурентоспособности национальных экономик, значительные расхождения по параметрам эффективности и производительности труда [17]. С учетом опыта европейского ЭВС<sup>17</sup>, в целях структурной консолидации и усиления реальной конвергенции странам и руководству ЕАЭС следует сосредоточить внимание на завершении создания экономического союза в регионе по следующим направлениям:

- ориентация не только на показатели номинальной конвергенции, но и на параметры реальной конвергенции – ВВП на душу населения и на одного занятого, динамики оттока/притока трансграничного капитала, платежного баланса, затрат на одного занятого и др.;
- формализация процесса конвергенции стран – членов ЕАЭС, придание ему не только

рекомендательного, но и частично обязательного характера;

- создание механизмов и институтов стимулирования и выравнивания конкурентоспособности стран – членов ЕАЭС;
- разработка и внедрение механизма оценки возникающих макроэкономических дисбалансов и более тесная координация экономической политики стран – членов ЕАЭС.

*Во-вторых*, национальные финансовые рынки в странах ЕАЭС находятся на стадии формирования, их характеризует высокая степень фрагментарности, низкий в целом и неравномерный по странам уровень капитализации, явный «перекос» в сторону банковского сектора при слабом развитии фондового рынка как источника финансирования предприятий, сохранение дискриминационных условий доступа стран ЕАЭС на финансовые рынки друг друга [18]. В целях сглаживания дисбалансов и «перекосов» на формируемом общем финансовом рынке стран ЕАЭС наряду с планируемым созданием к 2025 г. единого финансового мегарегулятора целесообразно предпринять следующие шаги:

- активизировать и углубить координирующую роль Консультативного комитета по финансовым рынкам с наделением его функцией проведения независимой объективной оценки на предмет соответствия национальных финансовых рынков рекомендациям Евразийской экономической комиссии по вопросам формирования общего финансового рынка;
- создать банковский союз с коллективными институтами регулирования системных рисков на финансовом рынке, региональными фондами прямой рекапитализации банков и санации проблемных банков с помощью механизмов бридж-финансирования;
- учредить общий бюджет ЕАЭС на базе действующего в рамках Таможенного союза механизма зачисления и распределения сумм ввозных таможенных пошлин объемом около 20 млрд долл. для финансирования модернизации отдельных отраслей экономики и сглаживания региональных диспропорций;
- сформировать элементы налогового союза для поддержания фискальной устойчивости в ЕАЭС, включая: повышение полномочий Консультативного комитета по налоговой

<sup>17</sup> ЭВС – Экономический и валютный союз.

политике и администрированию по вопросам сближения и унификации национальных налоговых систем; осуществление мер по снижению налоговой конкуренции, разработке и применению эффективных систем налогообложения хозяйствующих субъектов, выравниванию акцизов на отдельные потребительские товары и др.;

- создать региональный центр мониторинга развития национальных финансовых рынков;
- разработать и заключить соглашения о коллективной системе страхования депозитов в финансовых организациях.

*В-третьих*, под влиянием значительных расхождений между странами – членами ЕАЭС в динамике показателей номинальной и реальной конвергенции, различий в реакции на внешние шоковые воздействия в последнее время резко возросла волатильность динамики курсов национальных валют, оказывая деструктивное воздействие на Таможенный союз и формируемое Единое экономическое пространство. Событиями, усилившими курсовую волатильность в рамках ЕАЭС, стали переход Банка России с ноября 2014 г. и Национального банка Казахстана с августа 2015 г. к режиму плавающего валютного курса. Представляется очевидным, что органичное встраивание механизма курсообразования на национальном и региональном уровнях в процесс экономической интеграции в рамках ЕАЭС является концептуально и практически значимым для его перспектив. В связи с этим рекомендуется:

а) на национальном уровне:

- провести независимый сравнительный анализ действующих стратегий денежно-кредитной политики стран – членов ЕАЭС, в том числе с позиций эффективности режима таргетирования инфляции для сдерживания роста потребительских цен и на предмет соответствия официально декларируемых режимов валютного курса реально действующим;
- выработать на основе проведенного анализа концептуальные подходы к выбору и использованию национальными денежными властями оптимального режима валютного курса. При этом следует учитывать, что в международной практике, особенно в странах с развивающимися рынками, практически отсутствуют примеры использования режима

свободно плавающего валютного курса, исходя из критериев поддержания макроэкономической сбалансированности в стране [19];

- с учетом уставных задач центральных банков стран ЕАЭС по обеспечению устойчивости национальных валют ориентировать денежные власти, исходя из специфики развития национальных экономик, на использование какой-либо из модификаций режима регулируемого валютного курса в сочетании с принятием мер, направленных на повышение стабильности национальных валют в целях снижения курсовых рисков;

б) на межнациональном региональном уровне:

- акцентировать внимание на развитии и консолидации реальной конвергенции, направленной на повышение эффективности и конкурентоспособности национальных экономик как фундаментальной основы использования различных форм валютной унификации стран – членов ЕАЭС;
- встраивать в модель курсообразования в рамках ЕАЭС механизмы координации и согласования курсовой политики, адаптированные под каждый промежуточный этап валютной интеграции;
- консолидировать институциональную структуру управления валютными аспектами экономической интеграции в целях предотвращения «валютных войн», устранения накапливающегося разрыва между принятой добротной нормативно-правовой базой согласования и координации валютной политики и растущей рассогласованностью курсовой политики в практике национальных монетарных властей [20];
- повысить роль Консультационного совета по валютной политике в разработке концептуальных подходов и методологии политики курсообразования в рамках ЕАЭС и подготовке соответствующих рекомендаций для принятия решений органами интеграции Союза;
- с учетом опыта проводимых в настоящее время реформ управления европейским ЭВС, направленных на повышение исполнительской дисциплины странами – членами зоны евро, придать решениям органов интеграции ЕАЭС по вопросам валютно-финансового сотрудничества более обязательный характер.

**Таблица 1**

**Критерии ценовой и финансовой устойчивости стран – членов ЕАЭС**

Объект оценки	Критерии устойчивости
Ценовая устойчивость	Уровень инфляции (индекс потребительских цен в годовом выражении) не превышает более чем на 5 п.п. уровень инфляции государства – участника ЕАЭС, имеющего наименьший рост цен
Финансовая устойчивость	Годовой дефицит государственного бюджета не превышает 3% ВВП. Государственный долг не превышает 50% ВВП

*Источник:* Соглашение о макроэкономической политике: подписано главами России, Белоруссии и Казахстана в Москве 09.12.2010

**Таблица 2**

**Темпы роста валового внутреннего продукта отдельных государств – участников ЕАЭС к соответствующему периоду предыдущего года (в постоянных ценах) в 2012–2015 гг., %**

Год	Республика Армения	Республика Беларусь	Республика Казахстан	Кыргызская Республика	Российская Федерация
2012	107,2	101,7	105	...	103,4
2013	103,3	101	106	...	101,3
2014	103,5	101,6	104,3	...	100,6
2015	103,5	96,3	101	106,3*	96,3

\*Данные по росту ВВП в Кыргызской Республике за январь–сентябрь 2015 г.

*Источник:* URL: <http://www.eurasiancommission.org/ru>

**Таблица 3**

**Уровень инфляции (индекс потребительских цен) государств – членов ЕАЭС в среднегодовом выражении (к соответствующему периоду предыдущего года), %**

Год	Расчетное допустимое значение уровня инфляции	Республика Армения	Республика Беларусь	Республика Казахстан	Кыргызская Республика	Российская Федерация
2012	110,1	102,6	159,2	105,1	102,8	105,1
2013	110,8	105,8	118,3	105,8	106,6	106,8
2014	111,7	103,0	118,1	106,7	107,5	107,8
2015 (I и II кварталы)	109,7	104,7	114,2	104,8	107,4	115,9

*Источник:* Макроэкономические показатели экономической устойчивости, рассчитанные в соответствии с законодательством государства – члена Евразийского экономического союза за 2012–2014 гг. и I и II кварталы 2015 г.  
URL: <http://www.eurasiancommission.org/ru/>

Таблица 4

Профицит (дефицит) государственного бюджета государств – членов ЕАЭС (количественное значение дефицита государственного бюджета по итогам года – не выше 3% ВВП)

Год	Республика Армения		Республика Беларусь		Республика Казахстан		Кыргызская Республика		Российская Федерация	
	млрд драм	% к ВВП	млрд бел. руб.	% к ВВП	млрд тенге	% к ВВП	млрд сом	% к ВВП	млрд руб.	% к ВВП
2012	-59,9	1,5	-701,5	-0,1	-906,5	-2,9	-20,2	-6,5	-39,4	-0,1
2013	71,5	-1,7	-2 257,9	-0,3	-718	-2	-2,8	-0,8	-323	-0,5
2014	-90,3	-2	5 421,8	0,7	-1081,2	-2,8	-2,1	-0,5	-333,8	-0,5
2015 (II квартал)	-37,9	-3,4	9 806,3	4,5	-31,7	-0,4	4,1,3	4,4	-20,8	-0,1

Источник: URL: <http://www.eurasiancommission.org/ru/>

Таблица 5

Государственный долг стран ЕАЭС (количественное значение государственного долга – не выше 50% ВВП)

Год	Республика Армения		Республика Беларусь		Республика Казахстан		Кыргызская Республика		Российская Федерация	
	млрд драм	% к ВВП	млрд бел. руб.	% к ВВП	млрд тенге	% к ВВП	млрд сом	% к ВВП	млрд руб.	% к ВВП
2012	–	–	128 755,3	23,7	3 828,3	12,6	–	–	6 519,9	10,5
2013	–	–	154 008,6	22,6	4 417,2	12,5	–	–	7 548,3	11,3
2014	–	–	191 455	22,8	5 655,4	14,9	–	–	7 853,9	11
2015 (II квартал)	2 010,7	40,4	249 829,6	24,2	5 708,1	14,1	223,3	51	9 891	13,6

Источник: URL: <http://www.eurasiancommission.org/ru/>

Таблица 6

Сальдо счета текущих операций платежного баланса государств – участников Евразийского экономического союза в 2012–2015 гг.

Год	Республика Армения		Республика Беларусь		Республика Казахстан		Российская Федерация	
	млн долл.	% к ВВП	млн долл.	% к ВВП	млн долл.	% к ВВП	млн долл.	% к ВВП
2012	–	–	-1 862,2	-2,9	1 057,7	0,5	71 282,2	3,6
2013	–	–	-7 567,3	-10,5	926,6	-0,1	34 800,6	1,6
2014	-849,08	...	-5 094	...	4 643,5	...	59 461,9	...
2015 (II квартал)	-311,1	...	627,4	...	-2 230,6	232,7	15 818	...

Источник: URL: <http://www.eurasiancommission.org/ru/>

Таблица 7

Индекс реального эффективного обменного курса национальных валют отдельных стран – участников Евразийского экономического союза (к иностранным валютам, к соответствующему периоду предыдущего года) в 2010–2015 гг., %

Год, квартал	Армения	Белоруссия	Казахстан	Киргизия	Россия
2010 (IV квартал)	100	100	100	100	100
2011 (IV квартал)	95,61	74,25	103,5	...	104,59
2012 (IV квартал)	90,26	81,72	105,52	...	110,48
2013 (IV квартал)	96,6	85,54	104,56	...	109,06
2014 (IV квартал)	105,42	108,94	106,68	114,6	89,19
2015 (III квартал)	107	90,68	103,09	116,3	82,59

Источник: Социально-экономическое положение государств – членов Евразийского экономического союза в январе–сентябре 2015 г.: статистический бюллетень; URL: <http://www.eurasiancommission.org/ru/>

Таблица 8

Факторы финансовой стабильности

Фактор	Направления реализации
Бесперебойность и эффективность выполняемых финансовой системой функций	<p>Мобилизация сбережений и накоплений.</p> <p>Сбалансированное распределение ресурсов.</p> <p>Удовлетворительное распределение и/или ограничение рисков в том числе в стрессовых условиях.</p> <p>Устойчивое и бесперебойное предоставление экономике финансовых услуг: платежных, кредитных, фондовых, страхования и пр.</p> <p>Взаимосвязанное и непрерывное секторальное и кросс-секторное обращение продуктов и услуг финансового рынка.</p> <p>Обеспечение международной конкурентоспособности продуктов и услуг финансового рынка</p>
Кризисоустойчивость финансовой системы	<p>Способность вовремя ограничивать и устранять различные дисбалансы преимущественно до того, как они нанесут ущерб финансовой системе (сбережений и потребления, бюджетные, долговые, валютного курса, банковской системы и пр.).</p> <p>Устойчивость финансовой системы, достаточная для идентификации и погашения негативных внутренних и внешних шоков.</p> <p>Управляемость финансовой системой (денежно-кредитная и валютная политика)</p>
Взаимодействие финансовой системы и реального сектора	<p>Нарушения в функционировании финансовой системы не должны представлять угрозы для стабильности реального сектора.</p> <p>Обеспечение поддержки экономическому росту за счет достаточного и инновационного финансового посредничества.</p> <p>Стабильная поддержка экономической активности посредством непрерывной доступности критически важных финансовых услуг.</p> <p>Обеспечение определенности прав собственности на финансовые продукты и услуги</p>
Охват всех элементов финансовой системы: инфраструктуры, институтов и рынков	<p>Регулирование наиболее значимых показателей системного риска: доминирующий тип финансового посредничества, уровень развития финансовой системы, глубина финансового рынка, динамика спроса и предложения на финансовые продукты и услуги.</p> <p>Необходимость ведения постоянного мониторинга и корректировки динамики взаимосвязей как между финансовыми институтами на всех секторах финансового рынка, так и их трансграничных связей.</p> <p>Выбор институциональной модели регулятора финансовой стабильности</p>

Источник: составлено авторами

Таблица 9

Динамика основных показателей банковского сектора государств – членов ЕАЭС в 2010–2014 гг., % к ВВП

Показатель	Страна	2010	2011	2012	2013	2014
Активы	Россия	73	74,4	79,6	86,8	108,7
	Белоруссия	77,6	86,6	59,9	60,5	63,6
	Казахстан	55,2	46,5	45,7	43,8	47,1
	Армения	59,7	54,7	61,8	64,6	70,4
	Киргизия	27,7	23,6	28,2	31,3	34,7
Капитал	Россия	10,2	9,4	9,8	10,7	11,1
	Белоруссия	10,6	12,1	8,6	8,4	8,4
	Казахстан	6	4,7	6,6	5,9	6,1
	Армения	10,3	9,4	9,8	10	9,7
	Киргизия	5,4	4,8	5,2	5,3	5,2
Количество банков, ед.	Россия	1 012	978	956	923	834
	Белоруссия	31	31	32	31	31
	Казахстан	39	38	38	38	38
	Армения	21	21	21	22	22
	Киргизия	22	22	23	24	24
Банков, всего	–	1 125	1 090	1 070	1 038	949

Источник: URL: [http://www.eurasiancommission.org/ru/act/integr\\_i\\_makroec/dep\\_stat/finstat/](http://www.eurasiancommission.org/ru/act/integr_i_makroec/dep_stat/finstat/)

Таблица 10

Активы финансовых институтов стран ЕАЭС

Страна	ВВП в текущих ценах в 2014 г., млрд долл.	Банковские активы в 2014 г., млрд долл.	Активы страховых компаний в 2013 г., млрд долл.	Активы пенсионных фондов в 2013 г., млрд долл.	Стоимость чистых активов инвестиционных фондов в 2103 г., млрд долл.
Российская Федерация	1 861	1 380	40	59	17,9
Республика Казахстан	216	100	3,4	24,3	3
Республика Беларусь	76,1	41,8	1,8	–	–
Республика Армения	11,6	7,2	0,123	–	–
Кыргызская Республика	7,4	2,3	0,033	–	–

Источник: IMF World Economic Outlook Database. October 2015; International Financial Statistics Yearbook 2015; URL: <http://www.eurasiancommission.org/ru/> (банки)

### Список литературы

1. Кузнецова В.В. Политика финансовой стабильности: международный опыт. М.: ИНФРА-М, 2015. 219 с.
2. Ostry J.D., Ghosh A.R. Obstacles to International Policy Coordination, and How to Overcome Them // IMF Staff Discussion Note. 2013. № SDN/13/11. 31 p.
3. Rosengren E.S. Defining Financial Stability and Some Policy Implications of Applying the Definition. Federal Reserve Bank of Boston, Keynote Remarks at the Stanford Finance Forum Graduate School of Business Stanford University, 2011. URL: <https://www.bostonfed.org/news/speeches/rosengren/2011/060311/060311.pdf>.
4. Звонова Е.А., Пицик В.Я., Кузнецов А.В. и др. Реформирование мировой финансовой архитектуры и российский финансовый рынок. М.: РУСАЙНС, 2016. 430 с.
5. Звонова Е.А., Пицик В.Я. Институциональные аспекты регулирования валютно-финансовых отношений в Евразийском экономическом союзе // Вестник Финансового университета. 2014. № 6. С. 92–100.

6. Худякова Л.С., Сидорова Е.А. Реформа регулирования финансового сектора в Европейском союзе // Деньги и кредит. 2014. № 4. С. 28–34.
7. Пиццик В.Я., Алексеев П.В. О концептуальных подходах к валютной унификации в процессе создания Евразийского экономического союза // Деньги и кредит. 2015. № 9. С. 20–26.
8. Мусеев С.Р. Макропруденциальная политика: цели, инструменты и применение в России // Банковское дело. 2011. № 3. С. 34–40.
9. Borio C., Drehmann M. Towards an operational framework for financial stability: ‘fuzzy’ measurement and its consequences // BIS Working Papers. 2009. № 284. 50 p.
10. Agur I., Sharma S. Rules, Discretion, and Macro-Prudential Policy // IMF Working Paper. 2013. № WP/13/65. 32 p.
11. Central Bank Governance and Financial Stability. Bank for International Settlements, 2011, 91 p.
12. Звонова Е.А. Повышение роли банковско-кредитной системы в финансировании индустриального возрождения России // Вестник экономической интеграции. 2014. № 3. С. 42–49.
13. Росси С. Перспективы макропруденциальной политики // Деньги и кредит. 2012. № 8. С. 11–12.
14. Пиццик В.Я. О подходах к согласованию политики валютного курса в процессе создания Евразийского экономического союза // Деньги и кредит. 2013. № 12. С. 18–22.
15. Звонова Е.А. Возможности формирования механизмов перехода к валютно-финансовому союзу стран БРИКС // Вестник Финансового университета. 2014. № 5. С. 63–73.
16. Ariccia G., Igan D., Laeven L., Bakker B., et al. Policies for Macrofinancial Stability: How to Deal with Credit Booms // IMF Staff Discussion Note. 2012. № SDN/12/06. 46 p.
17. Пиццик В.Я. Региональное валютно-финансовое сотрудничество в рамках формируемого Евразийского экономического союза // Финансы, деньги, инвестиции. 2014. № 4. С. 12–16.
18. Навой А.В. Валютно-финансовые критерии конвергенции в ЕАЭС // Деньги и кредит. 2015. № 6. С. 6–12.
19. Власенко М. Макропруденциальная политика как средство сглаживания проявлений системного риска // Банкаўскі веснік. 2013. № 11. С. 24–32.
20. Borio C. Monetary policy and financial stability: what role in prevention and recovery? // BIS Working Papers. 2014. № 440. 25 p.

**ASSESSMENT OF FACTORS SECURING ECONOMIC GROWTH AND FINANCIAL STABILITY  
IN THE EEU MEMBER STATES**Elena A. ZVONOVA<sup>a,\*</sup>, Viktor Ya. PISHCHIK<sup>b</sup><sup>a</sup> Financial University under Government of Russian Federation, Moscow, Russian Federation  
zvonovaelena7@mail.ru<sup>b</sup> Financial University under Government of Russian Federation, Moscow, Russian Federation  
pv915@mail.ru

\* Corresponding author

**Article history:**

Received 25 January 2016

Received in revised form

21 February 2016

Accepted 16 March 2016

**JEL classification:** F36, F45,  
F52, E31, E44**Keywords:** macroeconomic  
stability, financial stability,  
currency, budget, banks**Abstract****Importance** Macroeconomic and financial stability of the global economic and financial system creates conditions for economic security of both the national States and their integrated groups.**Objectives** The objective of this work is to assess factors securing financial stability and economic growth within the integrated group of the EEU member States.**Methods** The study employs tenets of modern theories of the global economics, methods of comparative and statistical analysis to examine various factors influencing the macroeconomic and financial stability in the EEU countries.**Results** We propose a comprehensive definition of macroeconomic and financial stability, review criteria and indicators of macroeconomic stability for the EEU member States, classify criteria and groups of factors contributing towards the goal of financial stability at the macro-level, name major areas of their realization, and analyze indicators of financial stability in the EEU countries. We review banking, insurance and stock exchange sectors of the financial market of these countries based on distinguished five groups of factors.**Conclusions** The major structural problem of the EEU is a macroeconomic imbalance in the region. We suggest designing and implementing a mechanism to assess the imbalances. It is required to more closely coordinate the economic policy of the member States through creation of a banking union, a tax union, a regional center for monitoring the development of national financial markets, and to establish a common budget of the EEU.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2016

**References**

1. Kuznetsova V.V. *Politika finansovoi stabil'nosti: mezhdunarodnyi opyt* [The policy of financial stability: international experience]. Moscow, INFRA-M Publ., 2015, 219 p.
2. Ostry J.D., Ghosh A.R. Obstacles to International Policy Coordination, and How to Overcome Them. *IMF Staff Discussion Note*, 2013, no. SDN/13/11, 31 p.
3. Rosengren E.S. Defining Financial Stability and Some Policy Implications of Applying the Definition. Federal Reserve Bank of Boston, Keynote Remarks at the Stanford Finance Forum Graduate School of Business Stanford University, 2011. Available at: <https://www.bostonfed.org/news/speeches/rosengren/2011/060311/060311.pdf>.
4. Zvonova E.A., Pishchik V.Ya., Kuznetsov A.V. et al. *Reformirovanie mirovoi finansovoi arkhitektury i rossiiskii finansovyi rynek* [Reforming the global financial architecture and the Russian financial market]. Moscow, RUSAINS Publ., 2016, 430 p.
5. Zvonova E.A., Pishchik V.Ya. Institutsional'nye aspekty regulirovaniya valyutno-finansovykh otnoshenii v Evraziiskom ekonomicheskom soyuze [Institutional aspects of regulating the monetary and financial relations in the Eurasian Economic Union]. *Vestnik Finansovogo universiteta = Bulletin of Financial University*, 2014, no 6, pp. 92–100.
6. Khudyakova L.S., Sidorova E.A. Reforma regulirovaniya finansovogo sektora v Evropeiskom soyuze [Reforming the regulation of the financial sector in the European Union]. *Den'gi i kredit = Money and Credit*, 2014, no. 4, pp. 28–34.



7. Pishchik V.Ya., Alekseev P.V. O kontseptual'nykh podkhodakh k valyutnoi unifikatsii v protsesse sozdaniya Evraziiskogo ekonomicheskogo soyuza [On conceptual approaches to monetary unification in the process of creating the Eurasian Economic Union]. *Den'gi i kredit = Money and Credit*, 2015, no. 9, pp. 20–26.
8. Moiseev S.R. Makroprudentsial'naya politika: tseli, instrumenty i primenenie v Rossii. [Macroprudential policy: aims, instruments and application in Russia]. *Bankovskoe delo = Banking*, 2011, no. 3, pp. 34–40.
9. Borio C., Drehmann M. Towards an operational framework for financial stability: 'fuzzy' measurement and its consequences. *BIS Working Papers*, 2009, no. 284, 50 p.
10. Agur I., Sharma S. Rules, Discretion, and Macro-Prudential Policy. *IMF Working Paper*, 2013, no. WP/13/65, 32 p.
11. Central Bank Governance and Financial Stability. Bank for International Settlements, 2011, 91 p.
12. Zvonova E.A. Povyshenie roli bankovsko-kreditnoi sistemy v finansirovanii industrial'nogo vozrozhdeniya Rossii [Increasing the role of the banking and credit system in financing the rebirth of Russian industry]. *Vestnik ekonomicheskoi integratsii = News of Economic Integration*, 2014, no. 3, pp. 42–49.
13. Rossi S. Perspektivy makroprudentsial'noi politiki [Perspectives of a Macro-Prudential Policy]. *Den'gi i kredit = Money and Credit*, 2012, no. 8, pp. 11–12.
14. Pishchik V.Ya. O podkhodakh k soglasovaniyu politiki valyutnogo kursa v protsesse sozdaniya Evraziiskogo ekonomicheskogo soyuza [On approaches to harmonization of the exchange rate policy in the process of creating the Eurasian Economic Union]. *Den'gi i kredit = Money and Credit*, 2013, no. 12, pp. 18–22.
15. Zvonova E.A. Vozmozhnosti formirovaniya mekhanizmov perekhoda k valyutno-finansovomu soyuzu stran BRIKS [Possibilities of developing the mechanisms to transfer to the monetary and financial cooperation among the BRICS countries]. *Vestnik Finansovogo universiteta = Bulletin of Financial University*, 2014, no. 5, pp. 63–73.
16. Ariccia G., Igan D., Laeven L., Bakker B. et al. Policies for Macrofinancial Stability: How to Deal with Credit Booms. *IMF Staff Discussion Note*, 2012, no. SDN/12/06, 46 p.
17. Pishchik V.Ya. Regional'noe valyutno-finansovoe sotrudnichestvo v ramkakh formiruemogo Evraziiskogo ekonomicheskogo soyuza [Regional monetary cooperation within the created Euroasian economic union]. *Finansy, den'gi, investitsii = Finance, Money, Investment*, 2014, no. 4, pp. 12–16.
18. Navoi A.V. Valyutno-finansovye kriterii konvergentsii v EAES [Monetary and financial criteria of convergence in the EEU]. *Den'gi i kredit = Money and Credit*, 2015, no. 6, pp. 6–12.
19. Vlasenko M. Makroprudentsial'naya politika kak sredstvo sglazhivaniya proyavlenii sistemnogo riska [Macroprudential policy as a means to smooth the systemic risk]. *Банкаўскі веснік*, 2013, no. 11, pp. 24–32.
20. Borio C. Monetary policy and financial stability: what role in prevention and recovery? *BIS Working Papers*, 2014, no. 440, 25 p.