

ISSN 2311-8709 (Online)  
ISSN 2071-4688 (Print)



ВЫХОДИТ 4 РАЗА В МЕСЯЦ

# ФИНАНСЫ<sup>®</sup> & КРЕДИТ

НАУЧНО-ПРАКТИЧЕСКИЙ И ТЕОРЕТИЧЕСКИЙ ЖУРНАЛ

**2016** выпуск 18  
МАЙ

# FINANCE<sup>®</sup> & CREDIT

A peer reviewed analytical and practical journal  
2016, May  
Issue 18



Научно-практический и теоретический журнал

Основан в 1994 году  
Выходит 4 раза в месяц  
Статьи рецензируются

Рекомендован ВАК Минобрнауки России для публикации научных работ, отражающих основное научное содержание кандидатских и докторских диссертаций  
Реферируется в ВИНТИ РАН  
Включен в Российский индекс научного цитирования (РИНЦ)  
Свидетельство о регистрации ПИ № ФС 77-60938 от 02 марта 2015 г. выдано Федеральной службой по надзору в сфере связи, информационных технологий и массовых коммуникаций  
Предыдущее Свидетельство о регистрации № 013007 от 03 ноября 1994 г. выдано Комитетом Российской Федерации по печати

**Цель журнала** – предоставить возможность научному сообществу и практикам публиковать результаты своих исследований, привлечь внимание к перспективным и актуальным направлениям экономической науки, усилить обмен мнениями между научным сообществом России и зарубежных стран

**Главная задача журнала** – публикация теоретических и научно-практических статей, освещающих взаимосвязи и взаимозависимости, возникающие в процессе функционирования различных звеньев финансовой системы, финансовые потоки и кругооборот капитала, структурные элементы денежно-кредитной системы, объективные закономерности формирования системы денежно-кредитных отношений на микро- и макроуровне

**Учредитель**

ООО «Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ»  
Юр. адрес: 111141, г. Москва, Зелёный проспект, д. 8, кв. 1  
Факт. адрес: 111397, г. Москва, Зелёный проспект, д. 20  
Почтовый адрес: 111401, г. Москва, а/я 10

**Издатель**

ООО «Информационный центр «Финансы и кредит»  
Юр. адрес: 123182, г. Москва, ул. Авиационная, 79-480  
Факт. адрес: 111397, г. Москва, Зелёный проспект, д. 20  
Почтовый адрес: 111401, г. Москва, а/я 10

**Редакция журнала**

Факт. адрес: 111397, г. Москва, Зелёный проспект, д. 20  
Почтовый адрес: 111401, г. Москва, а/я 10  
Тел.: +7 (495) 989-9610  
E-mail: post@fin-izdat.ru  
Website: <http://www.fin-izdat.ru>

Генеральный директор **В.А. Горохова**  
Управляющий директор **А.К. Смирнов**  
Директор по стратегии **А.А. Клюкин**

Главный редактор **В.А. Цветков**, доктор экономических наук, профессор, член-корреспондент РАН, Москва, Российская Федерация

Зам. главного редактора  
**В.В. Гаврилов**, Москва, Российская Федерация  
**Ю.В. Горбачева**, Москва, Российская Федерация

**Редакционный совет**

**А.М. Батьковский**, доктор экономических наук, профессор, Москва, Российская Федерация  
**А.З. Дадашев**, доктор экономических наук, профессор, Москва, Российская Федерация  
**В.Н. Едренова**, доктор экономических наук, профессор, Нижний Новгород, Российская Федерация  
**Г.Б. Клейнер**, доктор экономических наук, профессор, член-корреспондент РАН, Москва, Российская Федерация  
**Е.Л. Логинов**, доктор экономических наук, профессор, Москва, Российская Федерация  
**О.П. Овчинникова**, доктор экономических наук, профессор, Белгород, Российская Федерация  
**С.В. Ратнер**, доктор экономических наук, доцент, Москва, Российская Федерация  
**А.Н. Сухарев**, доктор экономических наук, доцент, Тверь, Российская Федерация  
**Е.Ф. Сысоева**, доктор экономических наук, доцент, Воронеж, Российская Федерация  
**Е.А. Федорова**, доктор экономических наук, профессор, Москва, Российская Федерация  
**С.Н. Яшин**, доктор экономических наук, профессор, Нижний Новгород, Российская Федерация

Ответственный секретарь **И.Л. Селина**  
Перевод и редактирование **О.В. Яковлева, И.М. Комарова**  
Верстка и дизайн **С.В. Голосовский**  
Контент-менеджеры **В.И. Романова, Е.И. Попова**  
Менеджмент качества **Е.И. Попова, А.В. Бажанов**  
Корректоры **О.А. Ковалева, В.А. Нерушев**  
Подписка и реализация **Т.Н. Дорохина**

Подписано в печать 22.04.2016  
Выход в свет 16.05.2016  
Формат 60x90 1/8. Объем 8 п.л. Тираж 1 200 экз.  
Отпечатано в ООО «КТК»  
Юр. адрес: 141290, Российская Федерация, Московская обл., г. Красноармейск, ул. Свердлова, д. 1  
Тел.: +7 (496) 588-0866

**Подписка**

Агентство «Урал-Пресс»  
Агентство «Роспечать» – индекс 71222  
Объединенный каталог «Пресса России» – индекс 45029  
Свободная цена

Журнал доступен в EBSCOhost™ databases  
Электронная версия журнала: <http://elibrary.ru>, <http://dilib.ru>, <http://biblioclub.ru>

Точка зрения редакции не всегда совпадает с точкой зрения авторов публикуемых статей

Перепечатка материалов и использование их в любой форме, в том числе и в электронных СМИ, возможны только с письменного разрешения редакции

Редакция приносит извинения за случайные грамматические ошибки

© ООО «Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ»

**СОДЕРЖАНИЕ**

**ФИНАНСОВАЯ СИСТЕМА**

*Звонова Е.А., Пищик В.Я.* Оценка факторов обеспечения экономического роста и достижения финансовой стабильности в государствах – членах Евразийского экономического союза 2

**РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ**

*Малышев П.Ю.* Современное состояние и перспективные направления интеграции финансовых рынков отдельных стран СНГ и России 19

**ФИНАНСОВЫЙ КОНТРОЛЬ**

*Лукин А.Г.* Риски и государственное финансовое управление 33

**БЮДЖЕТНОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ**

*Ханафина К.А.* Характеристика методологических подходов к формированию бюджетной политики экономического роста 44

**ИНВЕСТИЦИОННАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ**

*Семенов К.С.* Инновационные инвестиции: понятие и систематизация 56

# FINANCE<sup>®</sup> & CREDIT

A peer reviewed analytical and practical journal

Since 1994  
4 issues per month

The journal is recommended by VAK (the Higher Attestation Commission) of the Ministry of Education and Science of the Russian Federation to publish scientific works encompassing the basic matters of theses for advanced academic degrees. Indexed in Referativnyi Zhurnal VINITI RAS. Included in the Russian Science Citation Index (RSCI) Registration Certificate ПИ № ФС 77-60938 of March 02, 2015 by the Federal Service for Supervision of Communications, Information Technology, and Mass Media. Previous Registration Certificate № 013007 of November 3, 1994 by the Committee of the Russian Federation on Press.

**The objective** of the journal is to provide an opportunity to the scientific and business community to publish original research findings, draw attention to promising and important fields of economic science, strengthen the comprehensive and useful exchange of views between the scientific and business communities in Russia and abroad.

**The journal's main task** is to publish theoretical and practical articles highlighting the interrelationship and interdependencies arising in the operation of various links in the financial system, financial flows and the circulation of capital, structural elements of the monetary system, objective regularities of formation of the monetary system at the micro- and macrolevels.

#### Founder

Publishing house FINANCE and CREDIT  
Office: 111397, Zelenyi prospect 20, Moscow, Russian Federation  
Post address: 111401, P.O. Box 10, Moscow, Russian Federation  
Telephone: +7 495 989 9610

#### Publisher

Information center Finance and Credit, Ltd  
Office: 123182, Aviatsionnaya St. 79-480, Moscow, Russian Federation  
Post address: 111401, P.O. Box 10, Moscow, Russian Federation  
Telephone: +7 495 989 9610

#### Editorial

Office: 111397, Zelenyi prospect 20, Moscow, Russian Federation  
Post address: 111401, P.O. Box 10, Moscow, Russian Federation  
Telephone: +7 495 989 9610  
E-mail: [post@fin-izdat.ru](mailto:post@fin-izdat.ru)  
Website: <http://www.fin-izdat.ru>

Director General **Vera A. Gorokhova**  
Managing Director **Aleksey K. Smirnov**  
Chief Strategy Officer **Anton A. Klyukin**

Editor-in-Chief **Valerii A. Tsvetkov**, Market Economy Institute, RAS, Moscow, Russian Federation

#### Deputy Editors

**Vladimir V. Gavrilov**, Moscow, Russian Federation  
**Yuliya V. Gorbacheva**, Moscow, Russian Federation

#### Editorial Council

**Aleksandr M. Bat'kovskii**, Central Research Institute of Economics, Control, Systems and Information, Moscow, Russian Federation  
**Alikhan Z. Dadashev**, Academy of Public Administration, Moscow, Russian Federation  
**Valentina N. Edronova**, Lobachevsky State University of Nizhny Novgorod – National Research University, Nizhny Novgorod, Russian Federation  
**Georgii B. Kleiner**, Central Economics and Mathematics Institute, RAS, Moscow, Russian Federation  
**Evgenii L. Loginov**, Market Economy Institute of RAS, Moscow, Russian Federation  
**Oksana P. Ovchinnikova**, Belgorod National Research University, Belgorod, Russian Federation  
**Svetlana V. Ratner**, Trapeznikov Institute of Control Science, RAS, Moscow, Russian Federation  
**Aleksandr N. Sukharev**, Tver State University, Tver, Russian Federation  
**Elena F. Sysoeva**, Voronezh State University, Voronezh, Russian Federation  
**Elena A. Fedorova**, Financial University under Government of RF, Moscow, Russian Federation  
**Sergei N. Yashin**, Lobachevsky State University of Nizhny Novgorod, Nizhny Novgorod, Russian Federation

#### Executive Editor **Inna L. Selina**

Translation and Editing **Olga V. Yakovleva**, **Irina M. Komarova**

Design **Sergey V. Golosovskiy**

Content Managers **Valentina I. Romanova**, **Elena I. Popova**

Quality Management **Elena I. Popova**, **Andrey V. Bazhanov**

Proofreaders **Oksana A. Kovaleva**, **Viktor A. Nerushev**

Sales and Subscription **Tatiana N. Dorokhina**

Printed by KTK, Ltd., 141290, Sverdlov St., 1, Krasnoarmeysk, Russian Federation

Telephone: +7 496 588 0866

Published May 16, 2016. Circulation 1 200

#### Subscription

Ural-Press Agency  
Rospechat Agency  
Press of Russia Union Catalogue

#### Online version

EBSCOhost™ databases  
Scientific electronic library: <http://elibrary.ru>  
University Library Online: <http://biblioclub.ru>

Not responsible for the authors' personal views in the published articles

This publication may not be reproduced in any form without permission

All accidental grammar and/or spelling errors are our own

© Publishing house FINANCE and CREDIT

## CONTENTS

### FINANCIAL SYSTEM

*Zvonova E.A., Pishchik V.Ya.* Assessment of factors securing economic growth and financial stability in the EEU member States 2

### SECURITIES MARKET

*Malyshev P.Yu.* State-of-the-art and prospects for financial markets' integration of certain countries of the CIS and Russia 19

### FINANCIAL CONTROL

*Lukin A.G.* Risks and public financial management 33

### BUDGET REGULATION

*Khanafina K.A.* Characteristics of methodological approaches to building the budgetary policy of economic growth 44

### INVESTING

*Semenov K.S.* Innovative investment: a concept and systematization 56

**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 управления персоналом, Белгородский государственный национальный исследовательский университет, Белгород, Российская Федерация  
loga\_tretyakova@mail.ru

<sup>б</sup> кандидат социологических наук, доцент кафедры управления персоналом, Белгородский государственный национальный исследовательский университет, Белгород, Российская Федерация  
tselyutina@bsu.edu.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,

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

<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.