

Казахский Национальный университет им. аль-Фараби

УДК 339.74(574)

На правах рукописи

ХАМЗАЕВА АСЕЛЬ ВАЛИТХАНОВНА

**Тенденции развития мировой валютной системы и валютная политика
Республики Казахстан**

6D051300 – Мировая экономика

Диссертация на соискание степени
доктора философии (PhD)

Научные консультанты:
доктор экономических наук, профессор
Елемесов Р.Е.;
PhD, профессор
Талавера Александр

Республика Казахстан
Алматы, 2020

СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ.....	5
1 КОНЦЕПТУАЛЬНЫЕ ОСНОВЫ, ОСОБЕННОСТИ И ПРОТИВОРЕЧИЯ РАЗВИТИЯ МИРОВОЙ ВАЛЮТНОЙ СИСТЕМЫ..	11
1.1 Генезис, эволюция и механизм функционирования мировой валютной системы.....	11
1.2 Особенности и противоречия современной мировой валютной системы..	29
1.3 Валютно-финансовые кризисы и денежно-кредитная политика стран в условиях кризиса.....	40
1.4 Направления реформирования мировой валютной системы.....	55
2 ИНТЕГРАЦИОННЫЕ ПРОЦЕССЫ В МИРОВОЙ ВАЛЮТНОЙ СИСТЕМЕ И ФОРМИРОВАНИЕ ВАЛЮТНЫХ СОЮЗОВ.....	68
2.1 Объективные основы и формы интеграции международных валютных отношений.....	68
2.2 Экономические эффекты интеграции в валютно-финансовой системе.....	85
2.3 Противоречия валютной интеграции и проблемы международного валютного сотрудничества.....	97
3 ПРОБЛЕМЫ И ПРИОРИТЕТЫ ВАЛЮТНОЙ ПОЛИТИКИ КАЗАХСТАНА В ПРОЦЕССЕ ИНТЕГРАЦИИ В МИРОВУЮ ВАЛЮТНУЮ СИСТЕМУ.....	112
3.1 Становление и этапы развития валютной системы Казахстана.....	112
3.2 Система валютного регулирования Республики Казахстан и проблемы устойчивости курса национальной валюты.....	125
3.3 Валютная интеграция стран-членов ЕАЭС: противоречия и перспективы.....	137
ЗАКЛЮЧЕНИЕ.....	159
СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ.....	166

ОБОЗНАЧЕНИЯ И СОКРАЩЕНИЯ

ACU	Asian Currency Unit
AMU	Asian monetary unit
BTC	Bitcoin
CFA	franc CFA (colonies françaises d’Afrique)
ECU	European Currency Unit
IIF	Institute of International Finance
KASE	Kazakhstan Stock Exchange
QE	Quantitative easing
SDR	Special Drawing Rights
SWIFT	Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunications
АСЕАН	Североамериканское соглашение о свободной торговле
ВВП	Валовой внутренний продукт
ВКВС	Восточно-карибский валютный союз
ВКЦБ	Восточно-карибский центральный банк
г.	год
гг.	годы
ДКП	денежно-кредитная политика
ЕАСТ	Европейская ассоциация свободной торговли
ЕАЭС	Евразийский экономический союз
ЕВС	Европейский валютный союз
ЕС	Европейский союз
ЕЦБ	Европейский центральный банк
ЕЭС	Европейское экономическое сообщество
ЗАЭС	Западноафриканский экономический и валютный союз
ЗВР	золотовалютные резервы
ЗСТ	зона свободной торговли
МБРР	Международный банк реконструкции и развития
МВС	мировая валютная система
МВФ	Международный валютный фонд
МКС	Международный клиринговый союз
млн.	миллион
млрд.	миллиард
НБК	Народный банк Китая
НБРК	Национальный Банк Республики Казахстан
ОАЭ	Объединенные Арабские Эмираты
ОВЗ	оптимальная валютная зона
ООН	Организация Объединенных Наций
ОЭСР	Организации экономического сотрудничества и развития
п.п.	процентный пункт
ППС	паритет покупательной способности
РК	Республика Казахстан

РФ	Российская Федерация		
СНГ	Содружество Независимых Государств		
ССАГПЗ	Совет сотрудничества арабских государств Персидского залива		
США	Соединенные штаты Америки		
ТНБ	транснациональные банки		
ТНК	транснациональные корпорации		
ТС	таможенный союз		
ФРС	Федеральная Резервная Система		
ЦАЭВС	Центральноафриканское сообщество	валютно-экономическое	
ЦБ	Центральный банк		
ЭКОВАС	Экономическое сообщество государств	западноафриканских	
ЮВА	Юго-Восточная Азия		

ВВЕДЕНИЕ

Актуальность темы исследования. На современном этапе последствия глобального финансово-экономического кризиса 2007-2008 гг. продолжают оказывать негативное влияние на мировую экономику, которая характеризуется высокой степенью волатильности, неустойчивости, несогласованностью и противоречивостью экономической политики ведущих держав, интеграционных объединений и т.д. Такое положение грозит новыми осложнениями в мировой экономике и характеризует ее будущее во многом неопределенным. Одной из главных причин этой неопределенности является нестабильность мировой валютной системы (МВС), обусловленная нерегулируемым расширением финансовых рынков и инструментов; либерализацией потоков международного капитала; усилением влияния транснациональных финансовых институтов на экономики развивающихся стран; долларизацией мировой экономики. Таким образом, структурные принципы Ямайской валютной системы, разработанные в 60-е гг. XX века в интересах ведущих развитых стран, в первую очередь Соединенных штатов Америки (США), перестали соответствовать реалиям мировой экономики. В этих условиях чрезвычайно актуальной становится тема реформирования МВС и регулирования международных валютных отношений.

Современным экспертным сообществом предлагаются различные концептуальные подходы к реформированию МВС. Среди них уменьшение роли доллара в качестве безраздельно доминирующей международной валюты, формирование полицентричного мироустройства, образование валютных объединений в целях диверсификации международной валютной ликвидности. Но как показывает практика, деятельность интеграционных групп в валютной сфере остается малоэффективной, так как валютная политика стран не отдельная проблема, а является составной частью денежно-кредитной системы и экономической политики в целом. Поэтому валютная интеграция требует от ее участников согласованной и четко отлаженной совместной экономической политики.

Устойчивость валюты является одним из конечных и важнейших показателей эффективности внешнеэкономической деятельности и международной конкурентоспособности экономики страны. Республика Казахстан (РК) стала полноправным субъектом глобальной экономической системы, в том числе более тесных интеграционных отношений в рамках Евразийского экономического союза (ЕАЭС), одним из конечных этапов которого предполагает переход к валютному союзу. С момента введения национальной валюты – тенге, отмечается постоянное ее обесценивание. В связи с этим все актуальнее становится исследование вопросов устойчивости курса национальной валюты, развития национальной валютной системы, эффективности валютной политики, от которых зависят перспективы интеграции в мировую и региональную экономики, а также достижение устойчивого экономического роста.

Степень разработанности проблемы. Тема диссертационной работы имеет многовековую историю и представлена в экономической науке многочисленными теориями разных эпох и экономических школ. Также имеется солидный практический опыт (формально с 1871 г.) регулирования международных валютных отношений. Таким образом, проработка диссертационного исследования предопределила изучение обширного теоретического материала.

Изучению проблематики эволюции и реформирования МВС посвящены работы следующих ученых: Д. Юма, Дж.М. Кейнса, Р. Нюрксе, Г. Холма, Дж. Вильямса, Г. Касселя, Г. Уиндера, М. Фридмена, Дж. Фрэнкеля, Х. Джонсона, Дж. Флеминга, Р. Манделла, Я. Тинбергена, Р. Триффина, А. Свободы, Ф. Хайека, Р. Дорнбуша, П. Кутнера, Р. Миза, Л.Н. Красавиной, М.А. Панилова, Д.И. Кондратова, В.В. Кузнецовой, С. Ю. Глазьева и др.

Попытки выявления причин финансовых кризисов и методов их преодоления представлены в работах: Б.А. Хейфеца, Р.Д. Конглетона, О. Буша, К. Фарранта, Б. Эйхенгрин, Дж. Стиглица, Дж. Сороса, В.Н. Чигарева, В.Ю. Додонова, Р. Е. Елемесова, С.С. Еспаева, А. В. Хамзаевой и др.

Теоретические и эмпирические исследования эффективности финансовой регионализации МВС проводились Б. Блассой, О.Дж. Бланшаром, Л.Ф. Кацем, Дж. Имбсом, Ф.П. Монгелли, Т. Флиппели, П.Р. Кругманом, Т. Майером, Г. Оттавианом, Т. Байоми, И. Кененом, Дж. Инграмом, Б. Айхенгрином, А. Алезиним, Р. Барром, С. Тенрейро, Э. Роузем, М.Г. Кабзиманьяном, Н.Н. Котляровым, П.В. Алексеевым, С.Р. Моисеевым, А.Ю. Кнобелем, А.К. Мироновым, Н.Г. Щеголевой, О.И. Терентьевой и др.

Исследования по изучению валютно-финансовой системы РК и процессов валютной интеграции в рамках ЕАЭС проводились в трудах ученых-экономистов постсоветского пространства: Н.А. Назарбаева, Н.Т. Сайлаубекова, А.Ф. Хапилина, В.Ю. Додонова, Р.Е. Елемесова, Л.Н. Красавиной, Н.А. Нурсеита, В.Г. Кабетеновой, Е.К. Сманова, А.В. Хамзаевой и др.

Имеющийся теоретический задел и практический опыт оказались недостаточными для ответа на вызовы экономики XXI века, что послужило причиной выбора для более углубленного исследования проблемы в новых условиях.

Цель и задачи исследования. Целью диссертационной работы является разработка теоретических основ совершенствования валютной политики и определение перспективных направлений повышения эффективности валютного регулирования в РК с учетом теоретического и практического международного опыта в условиях нестабильности и трансформации современной МВС, интенсификации процессов валютной интеграции, как в мире, так и в рамках Евразийского экономического союза.

Достижение поставленной цели обусловила постановку и решение следующих задач:

- обобщить основные теоретические концепции валют, валютных

курсов, международного валютного регулирования;

- выявить основные причины неустойчивости современной мировой валютной системы, волатильности курсов ключевых и национальных валют;
- проанализировать концептуальные предложения по реформированию мировой валютной системы и оценить их возможные последствия;
- проанализировать опыт формирования и развития международных валютных объединений с оценкой потенциально положительных и отрицательных эффектов относительно интеграционных процессов в рамках ЕАЭС;
- обобщить опыт формирования валютной системы Казахстана и выявить возможные направления совершенствования валютного регулирования в РК;
- проанализировать и обобщить опыт валютного сотрудничества в рамках ЕАЭС и оценить прогнозные риски при переходе на следующие этапы валютной интеграции.

Объектом исследования выступает мировая валютная система в части ее взаимодействия с региональными и национальными валютными системами, эффективное и бесперебойное функционирование которых в современных условиях является решающим фактором устойчивого и сбалансированного развития мировой экономики в целом.

Предметом исследования является экономические отношения региональных групп и национальных правительств, в том числе РК, направленные на совершенствование валютной политики с целью обеспечения стабильного курса коллективной или национальной валюты и защиты экономических интересов стран в условиях глобальной конкуренции.

Теоретическая и методологическая база исследования. Теоретической основой диссертации послужили фундаментальные исследования, посвященные МВС и валютно-финансовому регулированию, представленные в классических и современных работах зарубежных и казахстанских ученых-экономистов. Обоснованность выводов осуществлялось на основе общенаучных методов: аналитического и системного подходов, сравнительного, структурного, статистического, корреляционного и историко-логического анализов, методов индукции и дедукции, систематизации, графического анализа. Экономико-математическая модель применяется как метод анализа и оценки валютных рисков при углубленной интеграции Казахстана в рамках ЕАЭС.

Информационно-эмпирическая база исследования представлена исследованиями зарубежных и отечественных ученых, статистическими данными и аналитическими обзорами международных и государственных организаций: Международного валютного фонда, Всемирного банка, Банка международных расчетов, Всемирного совета по золоту, Европейского центрального банка, Центральных Банков Англии, Японии, Федеральной резервной системы США, Народного банка Китая, Центральных банков стран

Содружества Независимых Государств (СНГ), Евразийской экономической комиссии.

Нормативно-правовая база диссертационного исследования представлена нормативно-правовыми актами и рекомендациями международных организаций, а также законодательными актами РК, регулирующие национальную финансовую систему и внешнеэкономическую деятельность.

Научная новизна. Научная новизна диссертационного исследования заключается в получении следующих результатов:

- выявлено, что основными причинами неустойчивости и противоречивости современной МВС являются нескоординированные действия национальных регулирующих органов в денежно-кредитной сфере в условиях кризиса;

- на основе анализа теоретических концепций валют и валютных курсов разных экономических школ и направлений сделан вывод, что в настоящее время в мировой экономической науке отсутствует какое-либо главное концептуальное видение будущей МВС;

- на основе анализа различных концепций реформирования МВС сделан вывод, что наиболее перспективной с точки зрения автора является идея наднациональной мировой валюты, не привязанной к национальным валютам с соответствующим реформированием и реорганизацией МВФ;

- разработаны рекомендации по интенсификации интеграционных процессов в валютной сфере в рамках ЕАЭС и предложены перспективные формы сотрудничества с учетом опыта более зрелых интеграционных групп;

- предложен ряд рекомендаций по совершенствованию валютной политики и валютного регулирования в РК для укрепления устойчивости национальной валюты;

- разработана математическая модель, которая показывает влияние введения единой валюты на международную торговлю между РК и Россией в рамках ЕАЭС с учетом оценки риска обменного курса и сделан вывод, что в обозримой перспективе введение единой валюты не выгодно членам ЕАЭС.

Основные положения, выносимые на защиту:

- авторская трактовка основных причин и противоречий современной мировой валютной системы;

- предложены начальные этапы реформирования МВС в условиях множества концептуальных направлений будущего и отсутствия ярко выраженных основных трендов в практике международных валютных отношений;

- рекомендации по интенсификации интеграционных процессов в валютной сфере с учетом национальных интересов РК в рамках ЕАЭС;

- предложения по совершенствованию валютной политики и валютного регулирования в РК;

- рекомендации по решению промежуточных задач, без которых введение единой валюты в рамках ЕАЭС будет неэффективной.

Теоретическая значимость результатов исследования заключается в

расширении общенаучных представлений о проблемах существующего международного валютного порядка и перспективах дальнейшего развития мировой валютной системы с целью стабилизации финансовой сферы в глобальном и национальном масштабе.

Практическая значимость диссертационной работы состоит в возможности использования ее результатов национальными финансовыми структурами при разработке стратегических программ формирования валютно-финансовых отношений и углубления экономической и валютной интеграции в рамках ЕАЭС, исходя из экономических интересов РК, а также в учебном процессе при подготовке кадров по дисциплинам специальности «Мировая экономика» и разработке учебных пособий.

Апробация результатов исследования. Результаты диссертационного исследования нашли свое отражение в обсуждениях на следующих международных научных конференциях: Международная научно-практическая конференция «Инновационная экономика и гуманизация общества: глобальный мир и Казахстан» (Алматы, 2017); Международная научная конференция студентов и молодых ученых «Фараби әлемі» (Алматы 2017); 3rd international multidisciplinary scientific conference on social sciences and arts SGEM (АВСТРИЯ, 2016); Международная научная конференция молодых ученых «Устойчивое развитие и «зеленая экономика» в Республике Казахстан: состояние и перспективы» (Нур-Султан, 2015); Международная научно-практическая конференция «Инновационные направления интеграционных процессов в Евразии» (Нур-Султан, 2015).

Публикация результатов исследования. Основные выводы и положения диссертационного исследования были отражены в 10 научных публикациях, из которых 1 статья опубликована в международном научном издании, входящем в базу данных Scopus, 1 – в международном научном издании, входящем в базу данных Thomson Reuters, 4 – в научных изданиях, рекомендуемых Комитетом по контролю в сфере образования и науки МОН РК, 4 – в сборниках научных трудов по материалам международных научно-практических конференций.

Структура и объем диссертации. Диссертация состоит из содержания, обозначений и сокращений, введения, трех глав, заключения, списка использованных источников, включающего 225 источников. Диссертационная работа представлена на 178 страницах машинописного текста, проиллюстрирована 17 таблицами, 8 рисунками.

1 КОНЦЕПТУАЛЬНЫЕ ОСНОВЫ, ОСОБЕННОСТИ И ПРОТИВОРЕЧИЯ РАЗВИТИЯ МИРОВОЙ ВАЛЮТНОЙ СИСТЕМЫ

1.1 Генезис, эволюция и механизм функционирования мировой валютной системы

Одним из основных элементов международных экономических отношений являются валютные отношения, посредством которых осуществляются платежные и расчетные операции в мировой экономике. Формой организации валютных отношений является мировая валютная система (МВС) [1]. МВС – это международные правила и стандарты, включающие инструменты и организации, на базе которых функционирует валютный рынок и которые периодически меняются [2]. Международная валютная система является следствием развития международной торговли как инструмента осуществления этих торговых сделок в условиях существования национальных валют.

Цель МВС состоит в обеспечении условий, способствующих эффективности международной торговли товарами и услугами и движения капитала между странами и поддержание устойчивого экономического роста [3]. Для того чтобы эта основа была эффективной, она должна учитывать потребности как отдельных стран, так и системы в целом с учетом меняющихся условий международных экономических и финансовых связей.

Основной задачей МВС является регулирование сферы международных расчетов для обеспечения устойчивого экономического роста и поддержания равновесия во внешнеторговом обмене [4]. Особенности и принципы мировой валютной системы зависят от структуры мирового хозяйства, баланса сил и интересов лидирующих стран.

К базовым элементам мировой валютной системы относятся: национальные валюты, международные счетные единицы и условия их конвертируемости; валютный курс; национальные/международные механизмы регулирования валютных курсов; международные организации, регулирующие валютные отношения; международные расчеты; валютный рынок.

Валютный курс как экономический индикатор очень сильно влияет на внешнеэкономическую деятельность, инвестиции, конкурентоспособность национальной продукции на мировом рынке, движение капиталов, состояние денежного обращения и весь воспроизводственный процесс. На макроэкономическом уровне, являясь денежным показателем, валютный курс характеризует эффективность проводимой государством денежно-кредитной политики и может выступать целевым ориентиром для достижения желаемого показателя инфляции и ряда других показателей (эффективность экспорта и импорта, отток капитала, международная ликвидность и т.д.). Он является показателем конкурентоспособности страны на международном рынке и показывает траекторию регулирования платежного баланса.

Резкие колебания валютного курса усиливают нестабильность международных экономических, в том числе валютно-кредитных и

финансовых, отношений, вызывают негативные социально-экономические последствия, неравномерное распределение доходов стран. В этой связи, применяются национальные и международные механизмы регулирования валютного курса.

Одним из средств реализации валютного регулирования является валютная политика, которая является совокупностью мер в области валютных согласований, осуществляемых государством в соответствии с выработанными политическими и экономическими ориентирами. Конечной целью валютной политики в сфере международных расчетов является стабилизация валютного курса, который влияет на обеспечение стабильности цен, снижение безработицы и увеличение производительности.

От уровня соответствия принципов мировой валютной системы структуре мирового хозяйства, мировым финансам и мировой финансовой среде, интересам развитых стран зависит ее стабильность. При отклонении соответствия формируется кризис мировой валютной системы, который заканчивается ее крахом и созданием новой валютной системы, способной обеспечить валютную стабильность.

Параллельно с эволюцией мировой валютной системы появляются соответствующие определенному периоду времени и позиции определенной социальной группы, теоретические модели ученых различных экономических школ, которые предлагают различные методы валютно-финансового регулирования.

Первая мировая валютная система сформировалась к концу XIX века. Этот процесс был объективно обусловлен промышленной революцией и как следствие развития международной торговли.

На основании решений Парижской конференции в 1867 г. был принят золотой стандарт, на основании которого золото признавалось единственной формой мировых денег. Впервые золотой стандарт был введен в Англии – 1821 г., позднее к нему присоединились скандинавские страны – 1872–1876 гг., Германия – 1875 г., Франция – 1878 г., Австро-Венгрия – 1892 г., Япония – 1897 г., США – 1837 г., Россия – 1895–1897 гг.

Функционирование золотого стандарта было основано на следующих важнейших структурных принципах:

1) Фиксированное золотое содержание национальных валют. Фиксированные валютные курсы в условиях свободного международного движения золота обеспечивали стабильность и предсказуемость международной торговли, а тем самым и устойчивость мировой экономики в целом. Также они служили основой для стабильности внутренних цен национальных экономик [5].

2) Свободный обмен бумажных денег на золото.

3) Монетный паритет – соотношение национальной валюты к золотому содержанию, в соответствии с которым устанавливался ее обменный курс к валютам других стран.

4) Колебания валютных курсов в рамках «золотых точек» на основе соотношения спроса и предложения. «Золотые точки» рассчитывались исходя из затрат на транспортировку золота за границу [2, с. 561].

При установлении рыночного курса валюты ниже золотого паритета, должники предпочитали возмещать свои международные обязательства золотом, что приводило к оттоку золота из страны и соответственно к дефициту платежного баланса и сокращению денежной массы.

Согласно количественной теории денег представителей классической школы Д.Юма и Д. Рикардо (XVIII в.) сокращение количества денег в обращении должно обеспечить снижение цен, увеличение экспорта и уменьшение импорта, что способствовало выравниванию платежного баланса и повышению курса валюты. При положительном сальдо платежного баланса происходила обратная корректировка [6]. Золото, выполняя все функции денег, самопроизвольно регулировало производство, внешнеэкономическую деятельность, платежный баланс, международные расчеты каждой страны.

Однако теория не всегда соответствовала практике. Например, в Великобритании 1902–1913 гг. при дефиците платежного баланса, оттока золота из национальной экономики не наблюдалось. Отрицательное сальдо текущего баланса покрывалось зарубежными банкнотами или краткосрочным капиталом, поскольку при сокращении денежной массы процентные ставки возрастали.

Кроме того, в рамках классической теории валютный курс определяется на основе паритета покупательной способности (ППС). Теория ППС была сформулирована Д.Рикардо (1917 г.), а позже (1918 г.) расширена Г.Касселем, согласно которому, обменный курс как «воплощение меновых пропорций», должен определяться на основе спроса и предложения валютного рынка, отражая, таким образом, покупательную способность национальной денежной единицы [7]. Позднее ученый выявил, что на валютный курс огромное влияние оказывает внешнеторговая политика отдельных стран.

Отметим, что первый этап золотого стандарта был периодом экономической и политической стабильности, а также экономического роста в ведущих странах мира. Бюджеты стран были сравнительно малыми, экономические циклы большинства стран были подобными, ведущие страны проводили ограничительную валютную политику, инфляция была невысокой, стабильность мировой валютной системы зависела от фунта стерлингов, механизм валютной корректировки работал без перебоев, все страны мира обладали достаточным количеством монетарного золота. Относительная эффективность золотомонетного стандарта сохранялась, пока функционировал рыночный механизм выравнивания валютного курса и платежного баланса.

Однако увеличивающиеся международные отношения, требующие расширения денежной массы ограничивались добычей и производством золота, что также затрудняло проведение независимой внутренней денежно-кредитной политики.

Мировой кризис 1913–1922 гг. показал, что Золотой стандарт (в золотомонетной форме), основывавшийся на принципах теорий классической школы, заключающихся в минимальном вмешательстве государства в экономику и вероятности автоматического выравнивания обменного курса валюты, перестал соответствовать масштабам возросших мирохозяйственных связей и условиям, требующим увеличить роль государства в регулировании рыночной экономикой.

Первая мировая война характеризуется кризисным периодом для МВС и переходом на новую валютную систему, которая была утверждена в 1922 г. на Генуэзской конференции.

Основные принципы Генуэзской валютной системы (1922–1944 гг.), следующие:

1) Основой валютной системы являлись золото и девизы – иностранные валюты ведущих стран, конвертируемые в золото, которые получили статус международных платежно - резервных средств. В межвоенный период ни одна валюта не обладала официальным статусом резервной валюты.

2) Золотые паритеты были сохранены. В целях экономии золота странами, которые находились в кризисном положении во время Первой мировой войны, обмен национальных валют в золото проводился через иностранные валюты.

3) Восстановлен режим свободно плавающих валютных курсов (без золотых точек).

4) Валютное регулирование осуществлялось в форме активной валютной политики, международных конференций, совещаний [2, с. 564].

Теории, возникшие во время становления Генуэзской валютной системы, предусматривали активное государственное регулирование денежного обращения в национальных экономиках. В противовес теории автоматического выравнивания обменного курса валюты была разработана теория регулируемой валюты. Представителями теории регулируемой валюты были Дж. М. Кейнс, И. Фишер, Р. Дж. Хоутри, Дж. Пленге.

В работах Дж. М. Кейнса «Трактат о денежной реформе» (1925 г.) и «Трактат о деньгах» (1930 г.) говорится, что роль золота, как стихийного регулятора ограничена, так как зависимость между его стоимостью, производством и обменным курсом отсутствует. Для обеспечения стабильности валютного курса, государство должно проводить денежно-кредитную политику в целях стабилизации цен, сбалансирования экспорта и импорта, стимулирования экономической активности и повышения показателей занятости. На изменения обменного курса могут влиять действия центральных банков.

Теория регулируемой валюты базируется на двух направлениях: теория подвижных паритетов или маневрируемого стандарта, разработанная в 1920-х гг. И. Фишером и Дж. М. Кейнсом; и концепция равновесия валютных курсов (нейтральных курсов).

Американский экономист Фишер в своей книге «Стабилизация доллара» предусматривал сохранение золотого стандарта и стабилизацию покупательной

способности денег посредством регулирования золотого содержания денежной единицы. Покупательная способность валют должна была определяться на основе взвешенного индекса потребительских цен. Повышение значения индекса означало снижение покупательной способности валюты. Для снижения цен увеличивалось золотое содержание национальной денежной единицы [8].

Кейнс считал золотой стандарт пережитком прошлого и отразил это в теории эластичных паритетов, где поддерживал маневрируемые паритеты относительно неразменным кредитным (бумажным) деньгам. Отмена золотого стандарта увеличит роль банковского регулирования на активность субъектов в экономике, так как необходимость соотношения учетной ставки с нормой золотого покрытия банкнот будет исключена. Для воздействия на цены, объемы экспорта и производства, а также на уровень занятости в стране, по Кейнсу достаточно снижать курс национальной валюты в целях конкурентоспособности на мировых рынках. Таким образом, целью маневрируемой политики центрального регулятора являлась стабильность в национальной экономике. Данные рекомендации были применены руководством Великобритании и других стран в 30-х гг.

Согласно Дж. М. Кейнсу, регулируемая валюта в перспективе должна была применяться в качестве расчетного средства между странами и стать основой трансформации мировой валютной системы. Однако при установлении нового порядка, основным препятствием для международного сотрудничества является несовпадение интересов разных государств в вопросах валютной политики, поскольку привязка денежных единиц более слабых экономик к валюте ведущей страны затрудняет проведение самостоятельной монетарной политики [9].

Сторонники второго направления – концепции равновесия валютных курсов (нейтральных курсов), придерживались иного подхода к формированию валютного курса, заменяя ППС понятием «равновесие курса». В статье Дж. М. Кейнса «Будущее валютных курсов» (1935г.) дано определение равновесного обменного курса, который формируется при условии равновесия торгового баланса и потоков капитала, а также при отсутствии высокого уровня безработицы [10].

Американский экономист Р. Нурксе определил «нейтральным» такое значение валютного курса, которое не создает искусственных стимулов ни для импортеров, ни для экспортеров. Равновесие валютного курса может быть достигнуто не под воздействием рыночных сил, а посредством государственного вмешательства [11].

Г. Холм выявил систему показателей, определяющих степень нейтральности валютного курса. Согласно его теории, нейтральный обменный курс должен соответствовать внутренней покупательной способности денежной единицы. Если национальная экономика характеризуется наличием высокой безработицы, оттоком капитала, сокращением экспорта, занижением валютного курса с целью повышения конкурентоспособности экспортных товаров, рекомендовалось установить другой обменный курс, соответствующий

критериям «нейтрального», т.е. отвечающим всем перечисленным требованиям [12].

В более поздней трактовке равновесного валютного курса, предложенной американским экономистом Дж. Вильямсом утверждается, что нейтральный валютный курс должен способствовать внутреннему и внешнему макроэкономическому равновесию. Внутреннее равновесие предполагает стабильный экономический рост, а также достижение полной занятости населения при низкой инфляции. Внешнее равновесие определяется состоянием платежного баланса страны. Размеры дефицита счета текущих операций не должны отражаться на платежеспособности государства, также как и размеры профицита платежного баланса не должны создавать аналогичные риски для стран-партнеров [13].

Также сторонником концепции равновесия валютных курсов был Г. Уиндер, который исследовал влияние движения товаров и капитала, таможенных и валютных ограничений, политических и психологических факторов на формирование обменных курсов [14].

Базовым исследованием в данном направлении является теория ППС, которую дополнил Дж. Кейнс. По его мнению, ППС есть феномен бумажно - денежного обращения, поскольку при золотом стандарте основой валютного курса является золотой паритет. Основную проблему теории ППС Дж. Кейнс видел в оценке покупательной способности денег по отношению к товарам и услугам, не вовлеченным во внешнюю торговлю. Ученый полагал, что уровень внутренних цен на неторгуемые товары в долгосрочной перспективе должен определяться ценовой динамикой торгуемых товаров. По Кейнсу, ППС, рассчитанный с учетом всех товаров, реализуемых на национальном рынке, не всегда будет точно отражать динамику валютного курса, но при этом обязательно должен учитывать изменение покупательной способности национальной валюты. При этом покупательная способность национальной денежной единицы должна рассматриваться как более значимый фактор макроэкономики, чем изменение валютного курса, поскольку быстрее реагирует на монетарную политику государства. Ученый признавал, что теория ППС имеет некоторые допущения, но в целом полагал данный подход практически применимым [15].

Изучением теории ППС занимались С. Брисман, Х. Хаутеккер, Л. Оффисер и т.д. В практическом применении наибольшую популярность получили абсолютная и относительная версии закона единой цены.

Абсолютный паритет – паритет между двумя национальными денежными единицами и определенной корзиной товаров и услуг. Согласно данному подходу, покупательная способность определенной суммы в национальной экономике должна быть равна покупательной способности данной суммы за рубежом, если перевести эту сумму по текущему курсу в иностранную валюту и рассчитывается по формуле:

$$\frac{x}{P_t} = \frac{x}{P_t^* S_t} \rightarrow S_t = \frac{P_t}{P_t^*}, \quad (1.1.1)$$

где x – сумма денег, которая имеется у индивида;

P_t – цена потребительской корзины в национальной экономике, выраженная в национальной валюте;

P_t^i – цена той же потребительской корзины за рубежом, выраженная в единицах иностранной валюты.

Достоверное значение абсолютного ППС невозможно рассчитать из-за различий структуры потребительских корзин, структуры производства, качества товаров, применением различных систем ценообразования.

Для получения более точных результатов, используется методика расчета относительного ППС, которая построена на основе предположения, что динамика валютного курса определяется не столько абсолютными ценами, сколько уровнем инфляции в национальных экономиках отдельных стран:

$$S_t = S_0 * \frac{CPI_t}{CPI_t^i}, \quad (1.1.2)$$

где S_0 – равновесный валютный курс в начальный момент времени;

CPI_t – индекс цен в национальной экономике;

CPI_t^i – индекс цен за рубежом.

Отметим, что абсолютная и относительная теории ППС не могут быть базовыми при изучении динамики валютного курса, поскольку они учитывают не все факторы, влияющие на формирование валютного курса [16].

Выявим некоторые допущения данной теории: 1) режим свободного плавания валютного курса в чистом виде не применяется ни одной страной в мире; 2) отклонения курса национальной денежной единицы от ППС увеличивается за счет политики центральных банков; 3) расчет индексов цен в разных странах осуществляется на базе разных потребительских корзин; 4) действие закона единой цены нарушается из-за торговых ограничений.

Представители номиналистической теории денег, основоположником которой был немецкий экономист Г. Кнапп, утверждали, что валютный курс не имеет стоимостной основы, а валютный паритет устанавливается государственным регулятором. Цены валют на основе покупательной способности зависят от количества денег в обращении, которое контролируется правительством [17, с 33], что требует значительных затрат и значительных золотых запасов. Таким образом, Кнапп, а также его сторонники Ф. Бендиксен, К. Эльстер рекомендовали заключать валютные соглашения между группами государств с целью поддержания паритета, путем обмена валют по фиксированному курсу. Данные рекомендации были применены государствами в 1930 гг. при создании валютных блоков [17, с. 44]. Так, мировая валютная система распалась на ряд отдельных валютных блоков, т.е. на группировки стран, использующих в качестве международного платежного средства валюту лидирующей страны. Основная характеристика валютных блоков: экономическая, валютная и финансовая зависимость стран от более сильного государства. После отмены золотого стандарта в Великобритании и США сформировались стерлинговый (с 1931 г.) и долларовый (с 1933 г.) валютные

блоки. Причем, официально статусом резервной валюты не обладала ни одна валюта, что привело к жесткой конкуренции между государствами за лидерство.

Увеличение экономической мощи США привело к оттоку золотых резервов из Европы. Так, в 1924 г. в США оказалось сосредоточено 46% золотых запасов капиталистических стран, в сравнении с 1914 г., когда золотой запас США составлял 23%. Такое перераспределение повлекло за собой резкую девальвацию валют многих европейских государств, таких как Германия, Австрия, Польша, Венгрия. Так, в 1928 г. французский франк был девальвирован на 80%. Одновременно США, наращивая валютное превосходство и сохраняя золотомонетный стандарт, значительно подняли курс доллара по отношению к иностранным валютам, и после Второй мировой войны добились статуса резервной валюты.

Соотношение экономических сил в мире претерпело фундаментальные изменения. Соединенные Штаты заняли доминирующую позицию, а экономики Европы и Японии были разрушены войной, что повлияло на их валютные позиции и сокращение золотовалютных резервов.

Исходя из выше изложенного, в 1940 гг. появилась теория ключевых валют Дж.М. Кейнса, который уже с 1920 гг. рекомендовал применять за основу МВС регулируемые валюты – фунт стерлингов и доллар.

Представители теории ключевых валют – Дж. Вильямс, А. Хансен, Б. Хоутри, Б. Грэхем и Ф. Грэхем. Согласно теории, валюта классифицировалась на ключевые (доллар США и фунт стерлингов), твердые (валюты остальных развитых стран) и мягкие или экзотические (не востребованные мировым сообществом валюты). Для стабилизации в послевоенное время финансовой системы предполагалась привязка денежных единиц более слабых национальных экономик к ключевым валютам [17, с.35]. Данная теория явилась принципиальной основой следующей Бреттон-Вудской мировой валютной системы.

Предполагалось, что международные валютные отношения посредством золотодевизного стандарта стабилизируются. Однако мировой экономической кризис 1929–1933 негативно сказался на относительной стабильности Гемузской валютной системы.

В межвоенный период страны поочередно стали отказываться от золотого стандарта. В 1929–1930 гг. систему золотого стандарта свернули аграрные и колониальные страны, из-за резкого сокращения на мировом рынке спроса на сырье на 50–70%. Германия, Австрия отменили золотой стандарт в 1931 г., а затем и Великобритания. Причинами стали увеличение дефицита платежного баланса, отток иностранного капитала, сокращение официальных золотых резервов и банкротство банков. В апреле 1933 г. размен долларовых банкнот на золотые монеты отменили в США по причине резкого и неравномерного снижения цен. Как следствие, массовое банкротство банков, что ослабило денежно-кредитную систему США. Франция поддерживала золотой стандарт

дольше всех до 1936 г., однако его нецелесообразное поддержание снижало степень конкурентоспособности национальных предприятий.

Итак, выделим преимущества и недостатки золотого стандарта.

Преимущества:

- Обеспечение внутренней и внешней стабильности в экономике за счет стабилизации обменных валютных курсов транснациональными потоками золота, в результате чего были созданы положительные условия улучшения развития международной торговли.

- Устойчивость валютных курсов гарантирует объективность прогнозных данных перемещения денежных средств субъектов хозяйственной деятельности, планирование затрат и доходов.

Недостатки:

- Тесная взаимозависимость объема денежной массы и добычи золота.

- Потеря независимости в проведении национальной денежно-кредитной политики.

Распад мировой валютной системы на ряд самостоятельных валютных блоков, изменение расстановки сил в мире, потеря прямой связи валют с золотом, их крайняя неустойчивость чрезвычайно отрицательно сказались на развитии внешнеэкономических связей. Валютная сфера стала эпицентром острейших межгосударственных противоречий и конкуренции.

Вторая мировая война усилила кризис Гемуэзской валютной системы. Поэтому возник вопрос о необходимости выработки новых международных норм и идеологий в целях нового валютного миропорядка.

Новая валютная система была оформлена соглашением Бреттон-Вудской конференции в 1944 г., в ходе которой были рассмотрены два направления трансформации МВС, предложенные Дж. Кейнсом с английской стороны и Г. Уайтом с американской.

Кейнс предлагал создать Международный клиринговый союз, и ввести международное платежное средство «банкор», с помощью которого можно было бы погашать внешнюю задолженность при дефиците платежного баланса в рамках членства союза. Предполагалось что «банкор», курс которого определялся по отношению к золоту, заменит национальные валюты при международных расчетах и станет резервной валютой. Основная идея заключалась в создании системы, которая активизировала бы движение финансовой помощи странами-кредиторами странам-должникам. То есть, страна-член клирингового союза должна была иметь определенный минимум в пределах установленных квот или овердрафт на счете, что составляло 50% среднего торгового оборота за последние 5 лет. Стране, накопившей не менее половины от предельной стоимости овердрафта задолженность, необходимо выплачивать проценты за пользование счетом, понизить курс национальной валюты, а также ограничить отток капитала. Стране, накопившей профицит, величина которого составляла более половины от предельной стоимости овердрафта, необходимо было платить сбор 10% за пользование счетом, провести ревальвацию национальной валюты, стимулировать вывоз капитала

[18]. На тот момент в мире была только одна страна кредитор – США, поэтому план Кейнса был отвергнут. Хотя, идея «банкора» воплотилась позже при создании специальных прав заимствования (SDR).

Бреттон-Вудская валютная система (1944–1976 гг.) сформировалась на основе плана Уайта и сохранила некоторые черты золотодевизного стандарта. Золотодевизный стандарт применялся только центральными банками, а единственной валютой, которая обменивалась на золото стал доллар США.

Основные принципы золотодолларового стандарта:

1) Использование в качестве резервных валют национальные денежные единицы США и Великобритании – доллара и фунта стерлингов. Золото продолжало осуществлять функцию мировых денег.

2) Беспрепятственный обмен доллара (как резервной валюты) на золото по фиксированному паритету – 35 долл. за тройскую унцию.

3) Обмен валют на основе согласованных с МВФ валютных паритетов.

4) Возможность минимального отклонения свободных рыночных обменных курсов от официально установленных паритетов – не более 1% в любую сторону, т.е. жесткая привязка к доллару.

5) Возможность проведения валютных интервенций денежными властями страны.

6) Контроль и межгосударственное регулирование валютных отношений при помощи новых организаций – Международного валютного фонда и Международного банка реконструкции и развития (МБРР) [2, с. 566].

В обязанности этих организаций входило:

- оказание помощи странам при возникновении дефицита платежного баланса и решение проблем, связанных с обеспечением стабильности валюты;
- осуществление контроля над соблюдением обязательств странами-участницами.

Отметим, что значительное влияние на базовые принципы Бреттон-Вудских соглашений оказала теория фиксированных валютных курсов. основоположниками стали Дж. Робинсон, Ф. Грэхем, Дж. Бикердаик, А. Браун. Опираясь на результаты экономико-математических моделей валютного курса, ученые утверждали, что изменения валютного курса являются неэффективным способом регулирования платежного баланса страны. Доводом приводили неэластичность внешней торговли к изменению цен на мировых рынках в зависимости от соотношения валютных курсов. Поэтому в целях стабилизации мировой финансовой системы ученые убеждали в эффективности применения фиксированных паритетов. Изменение валютных курсов допускалось только при существенных отклонениях равновесия платежного баланса. Установление режима фиксированных валютных курсов в Бреттон-Вудских соглашениях поддерживали многие экономисты и политические деятели, среди которых К. Хэлл, Г. Моргентау, П. Эйнциг и др.

К концу 1949 г. доллар США стал единственной валютой, сохранившей золотое содержание, несмотря на то, что его покупательная способность в Соединенных Штатах сократилась вдвое по сравнению с довоенным периодом.

Для поддержания статуса единственной в мире резервной валюты, Федеральная резервная система (ФРС) продолжала производить конверсию доллара на золото зарубежным центральным банкам по официально установленной цене в 1934 г. Следствием стало удешевление курсов других валют по отношению к национальной денежной единице США. В международных расчетах, валютных интервенциях и резервных активах преобладающая доля принадлежала доллару. Таким образом, США практически полностью определяли мировое предложение денег, так как все страны должны были поддерживать паритет доллара к золоту путем девальвации или ревальвации своей валюты. Фунт стерлингов, как резервная валюта, лишился своей стабильности.

Бреттон-Вудские соглашения оказались не способными стабилизировать валютные курсы западноевропейских стран и предотвратить новый кризис. За период существования системы золотовалютного стандарта девальвацию или ревальвацию национальных валют применили тридцать семь стран. В рамках Бреттон-Вудской системы девальвация определялась как официальное сокращение золотого содержания денежной единицы, а следовательно удешевление ее курса по отношению к доллару США.

Стабильность доллара поддерживалась за счет золотых резервов. В конце 60-х гг. прошлого века доллар заметно ослаб, причинами явились экономические проблемы в США, а также усиление экономической мощи в странах Западной Европы и Японии. Покупательная способность доллара начала падать и к 1971 г. снизилась на 2/3 по сравнению с 1934 г., что вынудило США отказаться от конвертации долларов в золото по фиксированной цене [19].

Кризис 1967–1976 гг. в мировой валютной сфере требовал возобновления полемики о реформировании и появлении новых концептуальных основ. Поддержка фиксированного валютного курса большинством стран требовала больших затрат и была неэффективной. Актуальными на данный период стали неоклассические теории – нормативная теория и теория плавающих валютных курсов.

Представители нормативной теории Дж. Мид, Р. Манделл определяют валютный курс в качестве дополнительного инструмента регулирования экономики, рекомендуя режим гибкого управляемого валютного курса. А. Ланьи предлагал применять коллективно регулируемые плавающие валютные курсы. Е. Бирнбаум рекомендовал формировать валютные курсы на основе международных паритетов, установленными международными организациями. Дж. Мид рассматривал гибкие валютные курсы в качестве эффективного инструмента государственного регулирования [20].

Основой концепции плавающего валютного курса стали труды представителей неоклассической школы Ф. Махлупа, А. Линдбека, Л. Эрхарда, Г. Гирша, Э. Дюрра и др., которые считали необходимым устанавливать руководством плавающий режим валютного курса в стране. Гипотеза данной теории заключается в эффективности рынка, при котором в сложившихся рыночных ценах отображена общеэкономическая и ценовая история. При

появлении новой информации происходит ценовой сдвиг. Таким образом, отсутствие неиспользованного потенциала при получении прибыли ведет к автоматическому выравниванию платежного баланса; возможности принятия собственного независимого решения по проведению национальной экономической политики; регулированию валютной спекуляции; стимулированию мировой торговли; установлению валютного курса на основе спроса и предложения, без вмешательства государства. В результате сокращается необходимость в валютных резервах для защиты обменных курсов.

М. Фридман, предсказавший провал Бреттон - Вудской системы еще в 1953 г., полагал, что свободное плавание валюты может обеспечить не только равновесие платежного баланса, но и адаптацию национальной экономики к непрерывно меняющимся условиям глобального рынка [21].

В 1950-х гг. был предложен денежно-кредитный подход к анализу платежного баланса, впоследствии теорию расширили, исследуя динамику валютного курса. Модель была разработана Ж. Полаком (1957) и позднее усовершенствована Р. Манделлом (1968, 1971), Г. Джонсоном (1972, 1975, 1976, 1977) и Я. Френкелем (1976). В соответствии с данным подходом, объем денежной массы в национальной экономике значительно зависит от динамики цен, оказывающих существенное влияние на динамику экспорта и импорта. Вместе с тем, сальдо платежного баланса показывает изменение внутреннего спроса на деньги, а также денежного предложения и не требует дополнительного регулирования. Улучшение платежного баланса в данных условиях возможно только при введении режима плавающего валютного курса [22]. Хотя Г. Джонсон допускал, что влияние текущего счета на динамику обменного курса происходит с большим отставанием. К тому же, динамика валютного рынка существенно не воздействует на движение спекулятивного капитала [23].

Дж. Флеминг и Р. Манделл анализировали зависимость эффективности государственной денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики от режима валютного курса. Ученые выявили, что применение режима фиксированного валютного курса в условиях возросшей мобильности капитала существенно понижает эффективность денежно - кредитной политики. А режим плавающего валютного курса в условиях открытой экономики существенно ограничивает деятельность монетарных регуляторов в бюджетно-налоговой сфере. Также представленная модель аргументировала влияние различий в показателях учетных ставок отдельных государств на движение международного капитала, а также доказала взаимосвязь чистого экспорта от реального обменного курса [24, 25].

Позднее Р. Манделл исследовал влияние валютной политики, проводимой более сильными странами на экономику менее развитых стран. Таким образом, ученым были даны рекомендации по регулированию валютных курсов в рамках международных соглашений, используя режим совместного плавления валютных курсов [26].

Американский экономист Ф. Махлуп также был сторонником теории плавающего валютного курса. В своих работах ученый анализировал влияние эластичности спроса и предложения на валютный курс, а также движения спекулятивного капитала и валютных интервенций центральных банков стран.

Теорию эластичности представляют А. Лернер (1936), Л. Метцелер (1942), А. Харберг (1950), С. Лаурсен и Л. Метцелер (1950), С. Александер (1952). Ученые выделяют особую зависимость эластичностей спроса и предложения на экспорт, импорт и иностранную валюту. Также были выявлены принципы проведения девальвации, которые положительно отражались на платежном балансе.

Так, Маршалл, Лернер и Харберг выявили, что снижение валютного курса национальной валюты способствует улучшению торгового баланса, если сумма абсолютных эластичностей национального спроса на импорт и иностранного спроса на национальный экспорт больше единицы:

$$e_x + e_i > 1, \quad (1.1.3)$$

где e_x – эластичность спроса по экспорту, а e_i – эластичность спроса по импорту.

Если эластичность спроса по экспорту равна 1, то спрос на экспортные товары и услуги растёт тем же темпом, что и падает цена, выраженная в иностранной валюте. В этом случае девальвация (снижение стоимости национальной валюты) не влияет на объём экспортной выручки в иностранной валюте. Если спрос на импорт является эластичным, то есть его объём зависит от цены, выраженной в национальной валюте, то девальвация (снижение стоимости национальной валюты) снижает объём импорта и, следовательно, чистый экспорт возрастает. Чистый экспорт возрастёт также в том случае, если эластичность импорта составляет единицу, а экспорт также имеет какую-либо эластичность, или если каждая из эластичностей превышает $\frac{1}{2}$ [27].

В 1937г. Я. Тинберген в своей работе «Эконометрический подход к проблемам делового цикла» выявил, что сумма эластичностей импорта и экспорта меньше единицы. Следовательно, условие Маршала–Лернера в реальности не выполняется, а девальвация в краткосрочном периоде не ведет к улучшению торгового баланса страны [28]. В 1950-х. и 1960-х гг. данный подход был основополагающим.

В период действия Бреттон-Вудской системы мировая экономика, в том числе и мировая торговля, характеризовались быстрыми темпами роста. Однако следующие взаимообусловленные факторы привели к кризису:

1) нестабильность и противоречия экономики. Валютный кризис 1967 г. начался параллельно с замедлением экономического роста;

2) увеличение темпов инфляции негативно отразилось на ценообразовании и конкурентоспособности предприятий на мировых рынках, а также стимулировало перемещение спекулятивных «горячих» денег. Разный уровень темпов инфляции в разных странах создавал расхождения в динамике курса валют, а различия в покупательной способности денег приводило к «курсовым перекосам»;

3) неустойчивость платежных балансов. Постоянный дефицит платежных балансов одних стран (США, Великобритании) и профицит других (ФРГ, Япония) усугубляло резкую волатильность валютных курсов;

4) противоречие между принципами Бреттон-Вудской системы и изменившимся балансом сил в мире. Валютная система, базирующаяся на обесценивающихся национальных валютах не соответствовала мировой хозяйственной интернационализации. Стабильность резервных валют была ослаблена США и Великобританией посредством использования статуса резервных валют в погашении дефицитов национальных платежных балансов. Кроме того, США злоупотребляли статусом доллара в целях расширения своего доминирования на мировой арене как в экономической, так и в политической сфере. Экспорт инфляции отрицательно повлиял на развивающиеся страны, усугубив межгосударственные разногласия;

5) оживление рынка «евродолларов». При покрытии американского пассивного сальдо платежного баланса национальной валютой, идет отток долларов в зарубежные банки, тем самым создается рынок евродолларов, которому принадлежит противоречивая роль в развитии кризиса Бреттон-Вудской системы;

6) изначально рынок евродолларов сохранял положение американской валюты, абсорбируя избыток. Однако, начиная с 70-х гг. евродолларовые операции способствовали ускорению передвижения «горячих» денег между странами, что приводило к валютным шокам;

7) подрывная роль транснациональных корпораций (ТНК) в денежно-кредитной сфере, которая заключается в том, что ТНК обладают огромными краткосрочными диверсифицированными активами, которые более чем в два раза превышают валютные резервы национальных центральных банков. Эти активы находятся вне национального контроля. В погоне за получением прибыли, ТНК участвуют в масштабных валютных спекуляциях, нанося при этом негативные последствия стране базирования.

Кризис Бреттон-Вудской системы характеризовался следующими проявлениями:

- «валютная лихорадка» – движение «горячих» денег, масштабные продажи нестабильных валют, предрасположенных к девальвации и покупка ревальвализирующихся валют;

- «золотая лихорадка» – массовая покупка золота, в целях избавиться от нестабильных валют;

- падение деловой активности на фондовых биржах в ожидании скачков валютных курсов, обесценивание стоимости ценных бумаг;

- дефицит международной валютной ликвидности;

- многочисленные и непропорциональные девальвации и ревальвации валют;

- активизация валютных интервенций национальных центральных банков и международных регуляторов с целью валютного регулирования;

- истощение золотовалютных резервов;

- увеличение внешних заимствований для стабилизации национальных валют;
- противоречия в структурных принципах действующей системы;
- обострение межгосударственных противоречий, которые могут перейти в торговые/валютные войны или наоборот, развитие интеграционных процессов [29].

В результате этих кризисных явлений в 1976 г. утверждена четвертая мировая валютная система на Ямайской конференции в Кингстоне. Основой современной Ямайской валютной системы является рыночное установление валютных курсов. Основные особенности и принципы:

- полная ликвидация золотого стандарта;
- золото трансформировалось в обычный товар;
- введение нового международного резервного актива и платежного средства в электронной форме – SDR (англ. Special Drawing Rights - специальные права заимствования), эмиссию которых производит МВФ;
- в дополнение к SDR, резервными валютами официально были признаны доллар США, фунт стерлингов, швейцарский франк, японская йена, марка ФРГ, французский франк (последние две трансформировались в евро);
- принят режим свободно плавающих валютных курсов, которые устанавливаются на основе спроса и предложения на валютном рынке;
- предоставление государствам права выбора режима валютного курса.

Новая система возникла не случайно. Вначале 1960-х гг. в связи с неадекватным ростом добычи золота возникла дискуссия по поводу увеличения международной ликвидности, поскольку основные резервные активы не обеспечивали увеличивающуюся мировую торговлю и быстро развивающийся финансовый сектор. Как следствие, МВФ было принято решение о создании нового международного резервного актива. SDR были созданы в 1969 г. для поддержки Бреттон-Вудской валютной системы фиксированных обменных курсов.

С 1974 г. стоимость SDR определялась на основе корзины из 16 валют, с 1981 г. – на основе корзины из пяти валют, с 1999 г. курс SDR определяется в четырех валютах – доллар, евро, фунт стерлингов, иена. 1 октября 2016 г. юань вошел в корзину SDR. Поскольку на современном этапе пересмотр корзины валют происходит каждые пять лет, 2016-2020 гг. доля в корзине доллара США составляет – 41,73%, Евро – 30,93%, Юань – 10,92%, Иена – 8,33%, Фунт – 8,09%. [30].

Некоторое время SDR рассматривался как реальная альтернатива доллару США, практически не имевшему конкурентов, несмотря на нестабильность курса. Ряд государственных и частных организаций приняли SDR как официальную собственную расчетную единицу, в SDR выпускались облигации, выдавались кредиты и принимались банковские депозиты. Это был очень короткий «золотой век» SDR, закончившийся к середине 80-х гг.

После краха Бреттон-Вудской системы, многие основные валюты перешли от фиксированных обменных курсов к плавающим. Вместе с тем, развитие

международного рынка капитала способствовало расширению доступа кредитоспособным правительствам к внешним заимствованиям. В результате потребность в SDR в МВС сократилась.

Сегодня SDR занимает свое определенное место в структуре мировых и национальных валютных резервов, и их использование носит достаточно специфичный ограниченный характер.

SDR является инструментом, дающий право голоса в рамках собраний МВФ, где решаются вопросы мировой финансовой системы, содействия международному сотрудничеству в торговле, кредитования и других вопросов, связанных с участием государств на международной экономической арене.

В период становления Ямайской валютной системы появились новые теории, которые рассматривали влияние современных условий валютного порядка на национальные экономики. В работах американского экономиста Р. Триффина (1968 г.) рассматривается возможность использования в качестве мировых денег национальных валют, а также анализируются риски. Ученый выявил два противоположных требования, которым должна соответствовать национальная денежная единица, предполагаемая в качестве международного расчетного и резервного средства (дилемма Триффина):

- выпуск такой валюты должен определяться в соответствии с потребностями мирового сообщества при обеспечении международных расчетных операций;

- денежная масса валюты не должна превышать объем золотого покрытия, которое может и не соответствовать росту мировой экономики [31].

При отказе от золотого стандарта, паритет к золоту должно заменить требование о недопустимости обесценения денежной единицы, выполняющей международную резервную функцию, что предполагает строгий контроль над эмиссией и ее лимитирование. Разумеется, что ни одна валюта не способна покрывать увеличивающийся объем международных сделок, не подвергаясь инфляции. Таким образом, очевидна неспособность Ямайской валютной системы противостоять валютным рискам и гарантировать стабильность МВС.

Теорию ведущих валют развивал и американский экономист А. Свобода (1969 г.). Ученый определял ведущую валюту на валютных рынках как средство платежа. При несоответствии интересов покупателя и продавца в прямом обмене национальных валют, сделка производится через ведущую валюту, используемую в качестве всеобщего платежного средства [32].

Значительный вклад в развитие теории реформирования валютного порядка внес Ф. Хайек. основополагающим в его исследовании является денационализация денег. Ученый рекомендовал ввести в обращение несколько конкурентных денежных единиц, эмитентами которых будут частные бизнес – структуры, банковские учреждения, независимые от государств. Это бы решило проблему функционирования в обращении некачественных денег, поскольку спрос будет на устойчивую и надежную валюту. Стабильность новых денежных единиц предполагалось поддерживать посредством привязки к товарной корзине. При этом любой эмитент имел возможность индивидуально

выявлять оптимальную корзину товаров. Соответственно устойчивость каждой денационализированной валюты будет определяться конкурентоспособностью выбранной оптимальной корзины и стабильностью эмитента. Существенным недостатком обращения денационализированных валют в МВС является сложность в расчетах, поскольку предполагалось большое количество конкурентных международных валют [33].

Во время становления Ямайской валютной системы было выпущено множество трудов ученых различных экономических школ, которые анализировали преимущества и недостатки перехода отдельных стран к плавающим валютным курсам. Особый интерес в 70-х гг. вызывали проблемы прогнозирования динамики валютных рынков. В работах Дж. Билсона, Дж. Лонгворта, Р. Миза и К. Рогоффа изучалась взаимозависимость обменных курсов и процентных ставок. Р. Роуз провел глубокий анализ рисков, связанных с нестабильностью валютных рынков и проводимой отдельными странами валютной политики, в том числе конкурентные девальвации [34].

Р. Дорнбуш (1976 г.) попытался через модель жестких цен определить причины волатильности валютного курса. В модели исследовалось равновесие «на рынках денег, финансовых активов и благ». Основная идея модели состоит в том, что при резкой денежной экспансии или монетарном шоке происходит увеличение предложения национальной валюты. Подразумевалось, что цены на финансовом рынке приспосабливаются к изменившимся условиям быстро, а равновесие восстанавливается за счет валютного курса и ставки процента. Цены на товарном рынке в краткосрочном периоде фиксированные и достигают равновесного в долгосрочном периоде в связи с издержками адаптации или владением не полной информацией. Различия в реагировании цен на товарном и финансовом рынках может привести к эффекту «перелета» обменного курса за его равновесный уровень. Как следствие обменный курс локальной валюты падает. Предполагается, что в долгосрочной перспективе валютный курс должен выровняться и приблизиться к паритету покупательной способности [35].

Значительный вклад в теорию валютных курсов внесли сторонники теории портфельного подхода Л. Само, М. Тейлор, Р. Бренсон, Дж. Мэссон. В рамках данного подхода формируется условие о том, что отечественные инвесторы диверсифицируют свой портфель, вкладывая в национальные и международные активы, выраженные в разных валютах в целях дополнительной компенсации за риски обладания иностранными облигациями. Таким образом, обменный курс формируется в зависимости от действий экономических агентов при формировании портфеля активов. Равновесное значение номинального курса зависит от параметров модели (эластичности спроса на национальные и иностранные облигации, спроса на наличность, национальных и зарубежных процентных ставок), и таких факторов, как состояние платежного баланса, внутреннего рынка активов, уровня национального благосостояния, скорости накопления активов и динамики цен [36].

Весьма интересен другой подход прогнозирования динамики валютных курсов, основанный на теории «случайного блуждания» (1964 г.). Основополагающей в данном теоретическом направлении является одна из работ П. Кутнера «Случайный характер цен акций» [37]. Выводы труда заключаются в том, что цены невозможно спрогнозировать, поскольку прошлая ценовая активность не воздействует на формирование цен в будущем. Вся имеющаяся информация находит отражение в текущих ценах биржевых активов. При поступлении новой трендообразующей информации цены меняются. Следовательно, на валютный курс влияют случайные величины. Эмпирический анализ подтверждал данную тенденцию в краткосрочном периоде.

Р. Миз и К. Рогофф в 1983 г., анализируя различные подходы к прогнозированию динамики валютных курсов, пришли к заключению, что модель «случайного блуждания» курса валют П. Кутнера более состоятельна в отличие от теорий, возникших в период Ямайской валютной системы, таких как теория ППС, некоторые монетарные модели, а также теория портфельного подхода [38].

Основные принципы Ямайской валютной системы обуславливали дальнейшее развитие теоретической базы в сфере валютного регулирования в условиях глобализации мирового хозяйства.

Противоречия Ямайской валютной системы привели к созданию валютных блоков, таких как Европейского экономического сообщества (ЕЭС), стран Карибского бассейна, Центральной и Южной Америки, Юго-Восточной Азии. При создании валютных блоков была использована теория оптимальности валютных зон, разработанная Р.Манделлом, Р. МакКинноном, П.Кененом, на основе которой страны ЕЭС в 1979г. создали собственную международную (региональную) валютную систему в целях стимулирования процесса экономической интеграции.

Основными целями создания Европейской валютной системы является расширение интеграционных процессов, уменьшение волатильности валютных курсов. Задачами являются обеспечение стабильности валютных курсов и сокращение инфляции в странах-участницах.

Исходя из опыта и практики, выявляется многофакторность формирования валютного курса. Можно классифицировать факторы, влияющие на валютный курс: структурные, конъюнктурные и непредвиденные (форс-мажорные). Структурные: уровень экономического роста, степень открытости экономики, экономическая политика государства, конкурентоспособность экономики, ППС денежных единиц, режим валютного курса, уровень процентных ставок, запасы золотовалютных резервов, состояние платежного баланса, уровень инфляции. Конъюнктурные: степень развития национальной валютной системы, динамика цен на мировых рынках, уровень спекулятивных операций на валютном рынке, политические аспекты и прогнозы специалистов. Непредвиденные: политические и экономические кризисы, природные катаклизмы, терроризм и

военные конфликты, эпидемии и т.д. Таким образом, точное прогнозирование валютного курса является практически невозможным.

Итак, в данном разделе описаны базовые элементы и эволюция развития международной валютно-финансовой системы. Изучив этапы развития МВС, которые формировались по мере развития международно-финансовых и экономических отношений, можно сделать вывод, что развитие мировых валютных систем и их трансформация, а также ее регулирование является естественным и закономерным процессом. Старую сменяет новая, более совершенная система, с помощью которой эффективней осуществлять валютно-финансовые операции, товарно-денежные обороты и т.д. При этом валютный курс является главным инструментом валютной политики стран.

Рассмотрены классические, номиналистические, неоклассические, кейнсианские и современные направления развития теорий валют, валютных курсов и механизмов их регулирования. Каждое направление имеет свои достоинства и недостатки, однако ни одна из имеющегося множества конкурирующих теорий валют и валютного курса не дает точного прогнозирования и не способна отвечать меняющимся условиям мировой экономики. Это предопределяет дальнейшие теоретические поиски, а на практике приводит к противоречиям в валютной политике ведущих экономических держав и валютных блоков.

1.2 Особенности и противоречия современной мировой валютной системы

Современный этап развития мировой экономики характеризуется глобализацией и регионализацией, появлением новых валют, претендующих на роль мировых денег, меняющейся расстановкой сил между ведущими странами, «разрывом» реальной экономики и валютно-финансовой системы, что приводит ко многим дисбалансам в мировой экономике. Причиной нестабильности современной мировой валютной системы стала ее концептуальная основа полной либерализации, рекомендуемая монетаризмом, что ослабило валютно-кредитное регулирование на международном уровне.

Особенности современной мировой валютной системы и противоречия следующие:

1) Введение стандарта SDR, который скрывает по существу долларový стандарт. Выдвижение на роль мировых денег ничем не обеспеченного доллара США поставил МВС в зависимость от денежно-кредитной политики США. Основанные на корзине основных мировых валют, SDR не смогли выполнять функции мировых денег в связи со сложным механизмом эмиссии, распределения, определения курса и ограниченностью применения SDR. Как следствие, постоянное снижение значения и доли SDR в международных расчетах и резервах.

Укрепление валютно-экономических позиций Европейского союза (ЕС) и Японии привело к постепенному переходу от стандарта SDR к мультивалютному стандарту на основе валют ведущих стран мира.

Ведущие страны–поставщики мировой резервной (ключевой) валюты контролируют основные источники производства и потребления, являются асимметричными центрами привлечения капитальных и производственных ресурсов.

Страна-эмитент резервной валюты обладает рядом экономических и политических преимуществ. К экономическим относятся: покрытие дефицита платежного баланса национальной валютой; конкурентные преимущества национальных производителей и финансовых институтов на международном уровне; значительный приток иностранного капитала в национальную экономику. Также страна-эмитент обладает возможностями избежать или существенно смягчить негативные последствия долговой и монетарной политики. Спрос на активы, номинированные в резервной валюте, особенно со стороны иностранных инвесторов, находится на стабильно высоком уровне, что позволяет погашать обязательства, манипулируя инструментами денежно-кредитного и валютного регулирования [39].

Политические преимущества заключаются в зависимости стран, использующих резервную валюту во внутреннем обороте и внешнеэкономической деятельности от стабильности этой валюты и благосостояния государства-эмитента.

Вместе с тем страна-эмитент резервной валюты должна выполнять определенные обязанности: обеспечивать упорядоченное предложение, соответствующее мировому спросу; обеспечивать относительную стабильность своей валюты, свести к минимуму валютные и торговые ограничения; не допускать и устранять дефицит платежного баланса; адаптировать национальную экономическую политику так, чтобы не оказывать негативного влияния на экономики остальных стран. То есть, эмиссия резервной валюты не должна кореллировать с интересами и экономическими условиями страны-эмитента. Однако стоит отметить, что на современном этапе ни одна резервная валюта не соответствует ни одному из этих условий. Противоречие заключается в несогласованности целей внутренней монетарной политики страны – эмитента с интересами других стран в удовлетворении спроса на резервные валюты. При удовлетворении страной-эмитентом растущего спроса мировой экономики на денежные средства снижается контроль над инфляцией внутри страны. Стимулируя внутренний спрос, мировые рынки наполняются нежелательной ликвидностью, следовательно, страна-эмитент не может одновременно покрывать дисбалансы национальной экономики и выполнять свои международные функции. Так США при обрушении в 2008 г. национальной финансовой системы, не взяли на себя ответственность за стабильность национальной валюты за пределами страны.

Постоянная волатильность курсов резервных валют является одной из значительных проблем современной валютной системы.

Отметим, что главный критерий качества мировых денег заключается в их способности эффективно выполнять следующие функции: международное резервное и платежное средство, конкурентоспособность и признание на

мировом финансовом рынке, международная мера стоимости (валюта контрактов). Рассмотрим долю валют в общем объеме резервов стран мира (Таблица 1).

Таблица 1 – Изменение мировой валютной структуры официальных резервов за 1999–2018 гг. (на конец года), %

Валюта	1999	2002	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Доллар США(USD)	71,01	66,50	65,04	63,87	63,77	62,15	62,24	62,69	61,49	61,27	65,17	65,74	65,36	62,72	61,68
Евро (EUR)	17,90	23,65	24,99	26,13	26,21	27,70	25,76	24,44	24,07	24,21	21,21	19,15	19,14	20,16	20,68
Китайский юань (CNY)													1,07	1,23	1,89
Иена (JPY)	6,37	4,94	3,46	3,18	3,47	2,90	3,66	3,61	4,09	3,82	3,55	3,75	3,96	4,90	5,20
Фунт стерлингов (GBP)	2,89	2,92	4,52	4,82	4,22	4,25	3,94	3,84	4,04	3,99	3,70	4,72	4,34	4,53	4,43
Австралийский доллар (AUD)									1,46	1,82	1,60	1,77	1,69	1,80	1,62
Канадский доллар (CAD)									1,43	1,83	1,75	1,78	1,94	2,03	1,84
Швейцарский франк (CHF)	0,23	0,41	0,17	0,16	0,14	0,12	0,13	0,08	0,21	0,27	0,24	0,27	0,17	0,18	0,15
Прочие	1,60	1,58	1,81	1,83	2,20	2,88	4,27	5,33	3,22	2,80	2,79	2,83	2,34	2,44	2,50

Примечание – Составлено автором на основе данных официального сайта МВФ [40]

Выделяются две денежные единицы – доллар США и евро, которые имеют наибольшие доли в международных резервах. Хотя относительно евро, показатели доллара значительно больше.

Доллар США является основной резервной валютой мира и основным элементом МВС. В течение последнего десятилетия более 60 % от общего объема золотовалютных резервов (ЗВР) стран мира были в долларах США. Доллар занимает доминирующие позиции при международном обмене не обладая никакой обеспеченностью. Проведение американскими регуляторами внутренней денежно-кредитной политики влияет практически на всю мировую финансовую систему, особенно на страны с формирующимися рынками, через цены финансовых активов и изменение процентных ставок. В то же время отсутствуют какие-либо существенные ограничители на применяемую политику.

Поддержание лидирующих позиций доллара ограничивается снижением экономической роли США и основной хронической проблемой в экономике – «двойного дефицита» платежного баланса и федерального бюджета. Так, начиная с 1960 по настоящее время, доля в мировом валовом внутреннем продукте (ВВП) сократился с 40% до примерно 23,5 % (на 2018 г.). По данным Международного валютного фонда в 2018 финансовом году дефицит федерального бюджета США составил 779 млрд. долл. (3,9% ВВП), сальдо счета текущих операций платежного баланса – минус 468,8 млрд. долл. США (-2,3 % ВВП), государственный долг США превысил 21,516 трлн. долл. (105,8 % ВВП) [41]. Стоит отметить, что за последние годы это рекордные показатели,

которые продолжают увеличиваться. При этом обеспеченность долларовой массы составляет, по разным оценкам, не более 4 %.

США превратились в крупного должника по внешним платежам с начала 1990-х гг., когда стоимость доллара стала постепенно понижаться. Введение евро в 2002 г. значительно ослабило позиции доллара. Так, с 2002 по 2014 г. курс доллара упал более чем на 35% по отношению к евро и на 20% – к корзине валют основных торговых партнеров США. Еще больше доллар потерял после финансового кризиса 2007–2008 гг. [42].

Несмотря на кризис доллара США, его лидирующие позиции в современной валютной системе сохраняются. Влияние доллара охватывает около 60 стран, которые практикуют привязку своих национальных валют к доллару или используют доллар в качестве законного платежного средства, отказавшись от использования собственных денежных единиц в силу тесных торгово-экономических, финансовых связей с США, территориально близкие или политически зависимые. Большинство развивающихся стран Азии и Латинской Америки применяют доллар как ключевой резервный актив. Соответственно обесценение доллара для данных стран, а также центральных и транснациональных банков, международных корпораций, держателей американских активов не выгодно. Таким образом, привилегированные позиции доллара в резервах стран в ближайшей перспективе сохранятся.

Намерения Венесуэлы, Ирана или Турции, ЕС, Китая, России и др. о возможном отказе или минимизации доли доллара в международных расчетах усиливают степень отстаивания геополитических и экономических интересов со стороны США, прибегая к жестким мерам политического и военного давления для удержания стран в долларовой зависимости.

Важнейшее условие стабильности финансовой системы США – огромный объем продаж американских государственных облигаций нерезидентам страны. Таким образом, осуществляется стерилизация долларовой эмиссии, то есть, неограниченная эмиссия не оказывает существенного влияния на инфляционные процессы в США.

Евро в настоящее время вторая по использованию резервная валюта. С введением единой европейской валюты – евро, с 1999 г. – в безналичном обороте, а с 2002 г. – и в наличной форме, появилась реальная конкуренция гегемонии доллара на мировых рынках.

В зону действия евро входит около 50 стран, прежде всего государства Центральной и Восточной Европы, а также множество франкоговорящих африканских государств, национальные валюты которых до введения единой евро были привязаны к французскому франку. Интеграционные процессы в Европе расширяют зону воздействия и использования евро. Однако мировой финансово-экономический кризис выявил проблемы в экономиках стран ЕС (Греция, Испания, Португалия, Италия, Ирландия) и существенно ослабил позиции евро как мировой резервной валюты. Выход Великобритании из ЕС еще больше усугубил ситуацию.

Повышенный спрос со стороны развивающихся государств, которые проводят политику масштабного накопления доллара и евро в качестве резервных валют, объясняется намерением ослабить национальные валюты для увеличения конкурентоспособного экспорта, обеспечить внешний приток капитала, поддержать валютную и ценовую стабильность на национальном рынке. Привязка обменного курса национальной валюты к резервным валютам, определяемая центральными банками развивающихся стран, воздействует на сокращение инфляционных ожиданий, а также благоприятствует инвестиционной активности в экономике.

Одним из важных событий современной МВС является включение в 2016 г. в «корзину» специальных прав заимствования **юаня**, что сделало его одной из резервных валют. Однако, одно из важнейших условий – «свободное использование» валюты, предъявляемых к валютам корзины SDR, не было учтено. Правительство Китая контролирует движение капитала, режим валютного курса национальной валюты, ограничивает национальный финансовый рынок для иностранных участников, что не обеспечивает полную конвертируемость юаня.

Причиной валютного контроля является зависимость юаня от доллара США и структура экономики. Стабильность курса китайской национальной валюты длительное время сохранялась за счет интервенций НБК по покупке долларов и продажи юаня. Как следствие, объем долларовых резервов в марте 2014 г. достиг рекордной отметки 3,95 трлн. долл., к 2019 г. объем составил 3,1 трлн. долл., что значительно увеличивает риски при замедлении темпов роста экономики США и падении курса доллара, поскольку резервы Китая обесцениваются. Кроме того, Китайские госкомпании в большом количестве субсидированы дешёвыми кредитами, поэтому при девальвации юаня экономика страны сильно пострадает. По данным Банка международных расчётов, на 2017 г. корпоративный долг Китая составил 160,3 % от ВВП и является одним из самых высоких в мире. Учитывая, что общий долг на тот же год составлял 255,7 % от ВВП, доля корпоративного долга является значительной угрозой для экономики Китая. В случае снятия ограничений китайское правительство опасается большого оттока капитала.

Таким образом, включение юаня в корзину резервных валют, при не соответствии характеристикам полной конвертируемой валюты может привести к обострению проблем и противоречивым последствиям в МВС:

- девальвация юаня ведет разрастанию торговых противоречий между основными участниками трансграничных операций и способствует развитию валютных войн, в частности между КНР и США. Как следствие, замедление роста мировой экономики, снижение спроса на нефть, что отразится на валютах экспортоориентированных стран, дестабилизация МВС вплоть до распада;

- возможность получения чрезвычайной международной ликвидности странами будет ограничена взаимоотношениями с Китаем. При дружественных политических отношениях Народный банк Китая будет открывать экстренные кредитные линии (заключать сделки валютных свопов);

- объем, структура и стратегии управления официальными инвалютными резервами также будут обуславливаться в значительной степени политической составляющей;

- страны не эмитенты резервных валют, вместе с косвенной зависимостью от финансово-экономической политики США, будут также вынуждены напрямую подстраивать свою финансово-экономическую политику под китайские интересы [43].

Китай проводит постепенную политику интернационализации юаня, которая направлена на содействие снижению операционных издержек международной торговли, снижению валютных рисков и увеличению количества финансовых операций в юанях за счет активизации его глобального использования, особенно с его основными торговыми партнерами. По состоянию на конец 2016 г. ЦБ более чем 60 стран мира используют юань в качестве резервной валюты, в том числе Банк Англии и Национальный банк Швейцарии. В 2017 г. Европейский центральный банк (ЕЦБ) вложил 500 млн. евро в юаневые активы. В середине января 2018 г. немецкий Бундесбанк и ЦБ Франции включили юань в свои резервы. Позже ЦБ других европейских стран (Бельгии, Испании, Словакии) приступили к пополнению своих резервов юанями. Пока что речь идет о незначительных объемах. Однако принципиально важно, что включение китайской валюты в состав резервных активов ЦБ происходит за счет сокращения вложений в американские доллары.

В опубликованном в 2017 г. докладе Народного банка Китая (НБК) отмечалось, что НБК подписал соглашения с 36 центральными банками о взаимных расчетах и платежах в национальных валютах, общий размер которых превысил 3,3 трлн. юаней (порядка 498 млрд. долл.). В 23 странах и регионах был запущен клиринговый сервис по операциям в юанях, который охватывает Юго-Восточную Азию, Европу, Ближний Восток, Америку, Океанию и Африку [44]. В июне 2019 г. Китай и Россия подписали межправительственное соглашение о переходе на расчеты в национальных валютах.

Хотя рынок облигаций Китая слишком мал, чтобы поддержать глобальное распространение юаня, многие экономисты прогнозируют, что юань в будущем вполне может стать ключевой валютой.

По статистическим расчетам Банка международных расчетов в апреле 2019 г. ежедневные объемы валютных торгов выросли до 6,6 трлн. долл., увеличившись на 29 % по сравнению с апрелем 2016 г. – 5,1 трлн. долл. В апреле 2013г. объемы составляли – 5,4 трлн. долл. Рост торговли валютными деривативами, в первую очередь свопов, опередил спотовый рынок и теперь составляет почти половину мирового оборота валют. При этом доллар США сохранил доминирующую позицию, составляя 88% всех сделок. Доля торгов с евро составила 32%, с японской иеной — 17 %, фунт стерлингов – 13%, австралийский доллар 7%, канадский доллар – 5%, швейцарский франк – 5% мирового валютного оборота. Валюты стран с формирующейся рыночной

экономикой достигли 25% от общего мирового оборота, в том числе доля китайского юаня — 4,3%.

Самыми крупными валютными торговыми центрами являются Великобритания и США, Гонконг, Япония, Сингапур, которые на апрель 2019г. обеспечивали 79 % всех операций с иностранной валютой. Китай в 2019г. стал восьмым по величине центром [45].

По оценкам экспертов, объемы ежедневных операций на мировых финансовых рынках намного превышают товарные рынки. Так, размер рынка нефти, который, превосходит все остальные товарные рынки, составляет менее 2 трлн. долл. в год во всем мире, мировых рынков акций – около 90 трлн. долл., рынков долговых обязательств – 250 трлн. долл. Это явление способствует глубоким дисбалансам в мировой экономике [46].

Рассмотрим долю участия валют в международных торговых расчетах по данным международной банковской платежной системы SWIFT, включающих показатели по всем странам мира на конец года за 2015-2018гг. Система SWIFT контролирует большую часть платежей в мире. Пользователями услуг SWIFT являются коммерческие банки, финансовые компании, ЦБ. Они представлены в Таблице 2.

Таблица 2 – Доля и место отдельных валют в общих платёжных операциях SWIFT

Валюта/страна	Декабрь 2015		Декабрь 2017		Декабрь 2018	
	Доля, %	Место	Доля, %	Место	Доля, %	Место
Доллар, США	43,89	1	39,85	1	41,57	1
Евро, еврозона	29,39	2	35,66	2	32,98	2
Фунт стерлинга, Великобритания	8,43	3	7,07	3	6,76	3
Иена, Япония	2,78	4	2,96	4	3,36	4
Юань, Китай	2,31	5	1,61	5	2,07	5
Доллар, Канада	1,70	6	1,57	6	1,84	6
Франк, Швейцария	1,56	7	1,26	8	0,81	11
Доллар Австралия	1,50	8	1,39	7	1,57	7
Доллар, Гонконг	1,17	9	1,22	9	1,44	8
Крона, Швеция	0,93	10	0,80	12	0,76	12
Доллар, Сингапур	0,85	11	0,84	11	1,03	9
Бат, Тайланд	0,81	12	0,94	10	0,91	10
Крона, Норвегия	0,66	13	0,64	13	0,66	13
Злотый, Польша	0,51	14	0,50	14	0,54	14
Рэнд, ЮАР	0,39	15	0,40	16	0,39	16
Песо, Мексика	0,37	16	0,32	19	0,29	19
Крона, Дания	0,37	17	0,35	17	0,35	17
Доллар, Новая Зеландия	0,32	18	0,34	18	0,31	18
Лира, Турция	0,24	19	0,25	20	0,30	20
Форинт, Венгрия	0,21	20	-	-	-	-
Ринггит, Малайзия	-		0,41	15	0,49	15

Примечание – Составлено автором на основе источника [47]

Согласно данным SWIFT в декабре 2018 г., доллар США остается преобладающей валютой в международных и внутренних платежах, хотя его доля активности снизилась с 43,89 % в 2015 г. до 41,57 в 2018 г., тогда как евро вырос с 29,39 % до 32,98 % за тот же период. Доля юаня в декабре 2015 г. была равна 2,31%, а в декабре 2018 г. его доля составила 2,07%, сохранив 5 место.

Стоит отметить, что НБК с октября 2015 г. используют свою альтернативную международную платежную систему CIPS (Chinese International Payment System), которая действует параллельно SWIFT. Однако, насколько эффективна система CIPS неизвестно, так как полная информация по проведению сделок отсутствует.

Лидирующие позиции доллара США во внешнеторговых сделках способствуют накоплению долларовых резервов многими странами, что еще больше усиливает зависимость от доллара мировой валютной системы в целом. Кроме того, ситуацию усугубляют исторически сложившиеся торговые обычаи, согласно которым, на современном этапе, многие биржевые товары котируются в долларах. Из 92 сырьевых товаров, учитываемые международной финансовой статистикой, цены на 87 товаров устанавливаются в долларах[48]. Расчеты по контрактам в долларах не являются обязательным официальным требованием, однако низкие транзакционные издержки создают благоприятные условия для расширения международных операций именно в долларах.

Цена на мировых сырьевых рынках определяется в долларах в соответствии с Бреттон-Вудским Соглашением 1944 г., поэтому национальные валюты стран, экспортно-ориентированных по нефти и газу привязываются к доллару. Соответственно их государственный бюджет в основном формируется за счет поступлений от экспорта энергоносителей. При снижении объема экспорта нефти увеличивается дефицит бюджета, что приводит к возникновению других проблем, таких как сокращение расходов госбюджета, увеличение налогового бремени, уменьшение инвестиций и потребления, повышение государственного долга.

«Сырьевая ловушка» дает стране устойчивый рост при высоких мировых ценах, но делает экономику очень уязвимой при низких мировых ценах. Так, в период высоких цен на нефть экспортно-сырьевая направленность различных экономик привела страны к интенсивному экономическому росту. Увеличивающиеся доходы от нефти обеспечили стабильность налогово-бюджетной сферы. Однако рост цен на экспортируемую нефть приводит к укреплению реального курса валюты и к увеличению количества экспорта, при котором возникает профицит бюджета. Укрепление курса валюты и профицит бюджета могут стать причиной «голландской болезни». При «голландской болезни» приоритетное развитие отдается сырьевому сектору в ущерб производственному, что оказывает негативное влияние на экономическое развитие страны. В результате закрываются традиционные – несырьевые – отрасли экономики, что увеличивает уровень безработицы в стране. «Ресурсное проклятье» является объективной реальностью для рассматриваемых государств, так как в этих странах явно заметен весьма значительный

структурный перевес добывающей промышленности над другими отраслями экономики.

Практически всегда на нефтяных рынках прослеживалась обратная корреляция курса доллара и цен на нефть. Укрепление курса доллара повышало его покупательную способность, поэтому, цены, выраженные в долларах, снижались. Повышение цен на нефть вело к долларовой инфляции и ослаблению его валютного курса. Однако эта аксиома перестала действовать на нефтяных рынках из-за истощения запасов и геополитических рисков, которые влияют на предложение. То есть, несмотря на укрепление доллара, цена на нефть, начиная с конца 2014 г. возрастает.

Таким образом, доллар, являясь одновременно национальной и мировой валютой, не учитывает интересы мирового рынка. Необеспеченный доллар является виртуальным товаром, который на мировых рынках обменивается на реальные товары, себестоимость которых выше чем затраты на эмиссию доллара, что наделяет американскую экономику абсолютными преимуществами.

2) Вторая особенность Ямайской валютной системы – отказ от золота в качестве мировых денег. Противоречие заключается в том что, несмотря на официальную демонетизацию, золото остается высоколиквидным активом в резервах государств и международным средством платежа при кризисах. При этом, принципы регулирования операций с золотом центральных банков и сам статус золота как международного резервного актива официально не определены, что может привести к резким колебаниям цены на золото.

3) Третья особенность Ямайской валютной системы – отказ от фиксированных валютных курсов Бреттон-Вудской системы и предоставление права выбора странам – членам МВФ режима валютного курса. Формальные и неопределенные обязательства стран по регулированию валютных курсов способствовали проведению манипуляций ведущими странами курсами своих валют, с целью поддержки конкурентоспособности своей экономики и экспорта в ущерб другим странам, создавая тем самым экономическую неопределенность и нестабильность в мировой экономике, влияя на потоки капитала и международную торговлю.

Концепция международной курсовой политики, разрабатываемая в основном развитыми странами (G-7, G-10) и МВФ имела основную цель – снижение активного сальдо торгового баланса развивающихся стран и увеличении их импорта путем запрета не только конкурентного изменения курса валюты и валютных интервенций, но и курсовой политики, если она способствует внешней нестабильности. Предполагалось, что свободное плавание валютного курса предоставит максимальную независимость центральным банкам при проведении валютной политики в условиях негативного влияния внешней конъюнктуры. Однако на практике в условиях кризиса мировой экономики, бегства капитала из страны, увеличения спекуляций с национальной валютой, проведение валютных интервенций для сокращения резкой волатильности ее валютного курса влекут за собой большие

издержки [49].

Кроме того, в условиях свободного перемещения капитала, волатильность валютных курсов стала усиливаться. В целях хеджирования происходит огромный рост объема производных финансовых инструментов, что приводит к условным сделкам и возникновению «мыльных пузырей» на финансовом рынке.

Воздействие внушительного потока капитала, в особенности портфельных инвестиций в страны способствовало увеличению динамики курсов национальных валют. То есть национальные валюты изначально резко укреплялись, а далее еще сильнее обесценивались, что приводило к серьезным проблемам национальных валютных систем, вплоть до краха. В таких условиях страны предпочитают вводить режим управляемого плавающего валютного курса. Таким образом, введение плавающих валютных курсов не создало условия для проведения самостоятельной денежно-кредитной политики отдельными государствами и не устранило перемещение инфляции из одних стран в другие, а усилило разногласия между странами посредством валютных войн.

4) Четвертая особенность Ямайской валютной системы – сохранение статуса основного института межгосударственного валютного регулирования за МВФ. За 75 лет своего функционирования, МВФ не справился с основными поставленными целями и задачами: не обеспечил валютно-финансовую стабильность в мире, равноправное международное сотрудничество, своевременное оказание кредитной поддержки нуждающимся странам-членам. Одной из причин является различие в подходе межгосударственного валютного и кредитного регулирования. МВФ не смог повлиять на валютно-экономическую политику развитых стран, прежде всего США, которые не заимствуют его средства. Однако регулирование распространяется на развивающиеся страны, которые с 1990-х гг. являются основными его заемщиками [49, с. 40]. Жесткие требования предоставления кредитов, сформулированные в стабилизационных программах, в том числе «Вашингтонском консенсусе», основанные на неолиберализме не учитывали национальной специфики страны-реципиента. К требованиям относились: шоковый, ускоренный переход к рыночной системе, приватизация государственной собственности, активная политика открытости национальной экономики, микроэкономическая либерализация (в т.ч. цен), конвертируемость валюты, унификация и рыночный механизм установления валютных курсов, отмена валютных ограничений, сокращение государственного регулирования и др. Политика, основанная на неолиберальной модели оказалась не состоятельной в решении вопросов устойчивого развития, в том числе и финансовой безопасности и привела к общему экономическому спаду, снижению ВВП, безработицы, огромному внешнему долгу в развивающихся странах. Отметим, что Малайзия, Китай, отказавшиеся от рекомендаций МВФ, а именно сокращения государственного контроля во внешней торговле и ограничений в финансовой сфере, добились высоких показателей

экономического роста, нежели те, которые вынуждены были следовать им, в том числе Казахстан, Россия. В основном кредиты МВФ оказались кабальными, несвоевременными и неэффективными. В рамках реформирования МВФ в 2009 г. жесткие структурные критерии были смягчены до реализации базовых направлений выбранной страной политики, рекомендуемой МВФ.

Также МВФ оказался не в состоянии прогнозировать предстоящие кризисы, допустив изменения макроэкономического цикла в условиях банковского перекредитования и отрыва финансового рынка от реальной экономики. Разработанная стратегия МВФ по улучшению эффективности своей деятельности заметных результатов пока не принесла.

Одним из значимых упущений современной МВФ является неспособность оценивать фактическое состояние мировой экономики. Стремительный экономический рост некоторых развивающихся стран (Китая, Индии, Бразилии и др.) не находит отражения в квотах МВФ, что сохраняет их ограниченное участие при принятии решений в рамках организации, в том числе в управлении фондами и доступе к финансированию. По данным официального сайта МВФ, в управлении МВФ представлены индустриально развитые экономики с общей долей в МВФ 57,5 %, а доля развивающихся экономик составляет – 42,5 [50].

Перераспределение квот, 14 по счету, в последний раз проводилось в 2010 г., согласно которому наибольшая доля у США – 17,08%, что позволяет США блокировать любое решение. По регламенту за принятие какого-либо решения в рамках МВФ должно быть подано не менее 85 % голосов, а для блокировки достаточно 15%. Соответственно, у США наибольший объем SDR – около 42,1 млрд. (примерно 65 млрд. долл.). Для сравнения, наименьшая квота у островного государства Тувалу – 1,8 млн. или около 2,5 млн. долл. После США по размеру квот в фонде следуют Япония (6,13%), Германия (5,99%), Великобритания (4,95%), Франция (4,95%), Саудовская Аравия (3,22%), Китай (2,94%), Россия (2,4%), Казахстан (0,18%). На долю ЕС приходится 30,3% квот [51]. То есть США, Япония и Западная Европа в целом контролируют более 50% квот, и фактически определяют всю политику фонда.

В 2010 г. Совет управляющих МВФ утвердил «дорожную карту» о перераспределении квот по новой формуле, которая будет определять вес страны в глобальной экономике и увеличении квот Бразилии, России, Индии и Китая за счет уменьшения квот традиционных акционеров. Однако из-за противодействия США итоги 15 пересмотра, проводимый весной 2019 г., оказались не завершенными. Поэтому было принято решение перехода на 16 пересмотр, итоги которого должны быть озвучены не позднее 15 декабря 2023 г. Опасениями США является получение странами БРИКС блокирующего пакета, общая доля которых на данном этапе составляет 11,5% при доле мирового ВВП около 30%.

Таким образом, нестабильность Ямайской валютной системы заключается в существующих противоречиях и не соответствии новым условиям. Главным элементом современной мировой валютной системы является необеспеченный

и неустойчивый доллар США, что ведет к созданию пузырей на мировых рынках. Преобладание долларовой доли в международных расчетах и наличие торговых обычаев ставит в зависимость страны, привязывающие свою денежно-кредитную политику к доллару, в том числе экспортно-ориентированные.

Такие резервные валюты, как евро и юань пока не могут составить конкуренцию доллару, в первую очередь из-за огромной доли долларовых накоплений в резервах практически всех стран мира. Кроме того, отмена золотого стандарта способствовала тому, что ни одна из мировых валют не обладает обеспеченностью, и их эмитенты не несут ответственность за волатильность курса эмитируемой валюты. Поэтому глобальный характер финансовых рынков развитых стран и их регулирование в национальных интересах влечет за собой дестабилизирующие последствия для МВС.

Отказ от фиксированных валютных курсов проявляется в манипулировании ими эмитентами резервных валют во вред другим. Кроме того, использование плавающих валютных курсов не дали ожидаемых положительных результатов в отдельных государствах. Деятельность основного регулятора мировой валютной системы – МВФ не соответствует современной расстановке экономической мощи государств и является не эффективной с учетом поставленных задач и целей.

Все противоречия проявляются в финансовых кризисах. Дестабилизирующим фактором явился значительный торговый и инвестиционный дисбаланс у стран мира, который связан главным образом с денежно-кредитной политикой крупных игроков на мировом валютном рынке.

1.3 Валютно-финансовые кризисы и денежно-кредитная политика стран в условиях кризиса

Финансовый кризис проявляется в обесценении финансовых активов, сокращении движения капиталов, в нехватке ликвидности.

Основными составляющими финансового кризиса являются:

- банковский кризис – происходит при массовом изъятии вкладов;
- долговой кризис – возникает при увеличении суверенного долга страны до состояния дефолта;
- валютный кризис – происходит при обесценении национальной валюты по отношению к иностранной;
- спекулятивный пузырь – значительное завышение цен на различные виды активов, что ведет к риску обвала цен.

Данные составляющие финансового кризиса тесно взаимосвязаны между собой.

В течение XX в. по настоящее время в мировой экономике произошло несколько финансовых кризисов регионального и мирового масштаба:

- 1992–1993 гг. – валютные кризисы испытали страны ЕС (Великобритания, Италия, Швеция, Норвегия, Финляндия);

- 1994–1995 гг. сильный кризис в странах Латинской Америки, начавшийся в Мексике;

- 1997–1998 гг. глобальный финансовый кризис стран Юго-Восточной Азии (Корея, Малайзия, Таиланд, Индонезия, Филиппины), который распространился затем на Восточную Европу (Россия и некоторые страны бывшего СССР) и Латинскую Америку (Бразилия) [52];

- Кризис 2007–2008 г. стал самым глубоким мировым кризисом со времен «экономической депрессии» 1933 г.

Глобальный финансовый кризис, возникший в финансовом секторе в развитых странах, распространился на реальный сектор, как в развитых, так и в развивающихся странах. Дж. Стиглиц определил данный кризис как «великая рецессия» (по аналогии с Великой депрессией 1930-х гг.). В годы Великой депрессии кризис охватил около 92,4% мировой экономики, а кризис 2007–2008 гг. более 80% и проявлялся в виде снижения объемов производства, снижения спроса и цен на сырье, рост цен на сельскохозяйственные товары, а также увеличением безработицы и сокращения доходов. В 2009 г. мировой ВВП сократился на 2,2% по сравнению с предыдущим годом, а в 2009 г. составил - 0,6% [53], мировая торговля сократилась на 12,2% [54], безработица достигла 212 млн. человек (после беспрецедентного роста на 34 млн. по сравнению с 2007 г.) [55]. Отметим, что эти показатели являются рекордно низкими со времён Второй мировой войны. Глобальное сокращение спроса оказало отрицательное воздействие на страны, экспортирующие сырье на мировые рынки. Возрастающие риски и стремление их минимизировать со стороны инвесторов сделали внешние источники финансирования не доступными для нуждающихся стран, что привело к оттоку капитала.

Несмотря на возобновившийся подъем с 2010 г. макроэкономических показателей, мировая экономика характеризуется своей нестабильностью и вялостью и по настоящее время.

Среди ученых – экономистов нет единого мнения относительно причин кризиса 2007–2008 гг., и путей выхода из него. Выделим основные причины:

- чрезмерная либерализация финансовой сферы;

- отрыв финансовой сферы от реального сектора экономики в результате накачивания мировых рынков капитала производными финансовыми инструментами;

- высокая степень спекулятивного характера фондового рынка;

- необеспеченность денег реальными активами, имеющими подлинную стоимость;

- отсутствие единого стандарта в валютно-кредитных отношениях;

- дерегулирование международных потоков движения капитала;

- чрезмерное внешнее заимствование со стороны государственного и банковского секторов стран;

- неэффективность современной архитектуры мировой финансовой системы, которая стала представлять собой финансовую пирамиду, построенную в мировом масштабе.

Подавляющее большинство экономистов сходятся во мнении о финансовом характере кризиса, который образовался на рынке ипотечного кредитования США в 2007 г. и который распространился на другие страны с развитой экономикой и некоторые страны с формирующимся рынком вследствие торговых и финансовых связей. Причинами, по их мнению, являются безответственное и бесконтрольное использование своего статуса эмитента ключевой валюты, избыток ликвидности, который активизировал процесс формирования рыночных пузырей, в частности на рынках недвижимости, акций и сырьевых товаров, а также перегрев кредитного рынка, как следствие ипотечный кризис.

По заключению специальной комиссии американского конгресса по расследованию причин кризиса 2008–2009 гг. причинами кризиса стали: сбой в финансовом контроле, нарушения в сфере корпоративного управления, которые способствовали увеличению рисков; критически высокая задолженность домохозяйств; развитие мирового рынка деривативов, рост нерегулируемой «теневой» банковской системы [56].

Противоположным является мнение экс-директора распорядителя Международного валютного фонда Кристин Лагард, согласно которому первопричинами кризиса являются ни финансовые составляющие, ни отсутствие эффективного регулирования рынка и надзора за кредитными организациями, а глобальные диспропорции в мировой экономике за последние десятилетия [57].

Эксперты Экономической комиссии Организации объединенных наций (ООН) для стран Латинской Америки и Карибского бассейна высказывают, что «кризис не является лишь выражением слабости финансового регулирования, ни результатом морального кризиса, вызванного жадностью и алчностью. Кризис стал отражением конца модели развития и открывает двери для дискуссий о дальнейших путях социально-экономического прогресса» [58]. Причины многогранны и характеризуют кризис глобальной системы в целом.

В 2011 г. растущий финансовый кризис привел к возникновению долгового кризиса в глобальном масштабе. Спекулятивный капитал увеличил долги домохозяйств и корпораций, вызвал рост цен на недвижимость и финансовые активы. Повышение уровня задолженности создает серьезные риски для мировой экономики.

Согласно данным МВФ, мировой долг в 2017 г. достиг 184 трлн. долл., или 225% мирового ВВП, а на начало 2018 г. глобальный долг составил уже более чем 247 трлн. долл., что эквивалентно 318% от ВВП. До глобального финансового кризиса данный показатель составлял 125%. На современном этапе на долю трех крупнейших заемщиков в мире - США, Китая и Японии - приходится более половины мирового долга, что превышает их показатели в мировом производстве [59].

В августе 2011 г. ввиду угрозы технического дефолта США увеличили допустимый максимальный уровень государственного долга с 2,4 до 16,7 трлн. долл. при условии срезания бюджетных расходов исполнительной власти в

течение 10 лет. Уже к январю 2012 г. общий государственный долг США достиг 15,23 трлн. долл., что составило 100% от американского ВВП [60], в 2017 г. он составил 20,16 трлн. долл. – 105,4% от ВВП. В результате отсрочки проблемы относительно государственного долга, инвесторы начали активно продавать акции, что привело к падению нескольких биржевых индексов. Вместе с падением акций начала снижаться и стоимость доллара, что крайне негативно отразилось на финансовых рынках и стабильности доллара как резервной валюты. Также на кризис оказала влияние информация о растущей безработице. Осенью 2011 г. она была в районе 9 – 10%. Данные обстоятельства, в условиях продолжающегося ипотечного кризиса способствовали оттоку капитала из американского бизнеса.

Особенно остро проблема недостаточной ликвидности после значительного сокращения мирового капитала проявилась в еврозоне. Заметно возросли показатели внешней задолженности Греции, Ирландии, Португалии и Испании. Рост долгового кризиса является угрозой как целостности данного интеграционного объединения, так и дальнейшей конкурентной позиции европейской валюты по отношению к доллару США. По оценкам Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), соотношение государственный долг/ВВП в еврозоне в 2017 г составил 81,6% [61].

Суверенные долговые кризисы способствуют корпоративным долговым кризисам, в частности в банковском секторе. В свою очередь банковские кризисы могут повлечь за собой кризисы корпоративной задолженности. Данная взаимозависимость может привести к полноценным экономическим кризисам на национальном и мировом уровнях. Последствия очень серьезны для мировой экономики, а именно дезинтеграционные процессы в еврозоне, кризис международной валютно-финансовой системы, политические и социальные кризисы. В то же время антикризисные меры большинства стран заключаются в формировании резервных фондов преимущественно в долларах и евро, кредитуя эмитентов резервных валют и позволяя им «жить не по средствам», увеличивать государственные долги и создавать значительные препятствия развития мировой экономики. В результате возрастает дисбаланс между странами. Таким образом, долговой кризис в еврозоне и проблемы огромного государственного долга США являются одними из самых серьезных современных рисков мирового развития.

Хотя глобальный финансовый кризис возник в развитых странах, развивающиеся страны не были защищены от его последствий. Сокращение иностранных инвестиций, торговли и денежных переводов оказало значительное влияние на экономику беднейших стран мира. Кризис проявился в росте дефицита бюджета и торговли, девальвации валюты, повышении уровня инфляции, увеличении государственного долга и сокращении валютных резервов.

К концу 2010 г. развивающиеся страны потеряли примерно 2,6 трлн. долл. США. Рост реального ВВП в странах с развивающейся экономикой снизился с 8,3% в 2007 г. до 6,1% в 2008 г., а в 2009 г. составил всего 2,4% [62].

Экономический спад в сочетании с высокими темпами роста населения привел к падению доходов на душу населения. Кроме того, в странах с формирующейся рыночной экономикой внешний долг вырос более чем в 40 трлн. долл. По данным Института международных финансов, совокупный долг 26 крупных развивающихся рынков по итогам 2008 г. вырос со 148% от ВВП до 211% в сентябре 2017 г [63].

Мировой финансовый кризис 2008 г., затронувший все рынки без исключения, внес свои коррективы в денежно-кредитную политику многих развитых стран, что также отразилось на развивающихся странах. Традиционная денежно-кредитная политика оказалась не эффективной в условиях кризиса. В целях стимулирования экономического роста центральные банки (ЦБ) развитых стран (ФРС, ЕЦБ, Банк Англии, Японии) начали применять нетрадиционные методы денежно-кредитного регулирования. Эффективность проведения и влияние нетрадиционных мер регулирования является темой для многочисленных споров и до конца не изучена.

Традиционными инструментами денежно-кредитной политики центральных банков при регулировании объемов денежной базы развитых стран являются сделки по купле и продаже ценных бумаг на открытом рынке, норма обязательных резервов и ставка рефинансирования. Как правило, операции покупки и продажи ценных бумаг являются операциями РЕПО, т.е. аналог кредитования под залог ценных бумаг, что приводит к нарастанию чрезмерных банковских резервов. Влияние данного инструмента на экономику происходит в следующих направлениях:

- увеличение денежного предложения ведет к снижению ставок по кредитам и депозитам, что активизирует потребление и инвестиции в экономике;

- снижение процентных ставок ведет к сокращению доходности от финансовых активов. Как следствие стоимость активов (акции, облигации) повышается, что положительно отражается на благосостоянии держателей активов. Таким образом, стимулируются инвестиции в производство, поскольку внутренняя норма доходности инвестиционных проектов становится выше доходности владения ценными бумагами;

- прирост денежного предложения, как следствие снижения процентных ставок, снижает курс национальной валюты, что усиливает конкурентоспособность экспортеров и обуславливает экономический рост.

Соответственно, высокая процентная ставка сдерживает экономический рост, а низкая стимулирует, при условии, что номинальные ставки положительные.

В условиях рецессии снижение процентной ставки проводится с целью стимулирования спроса на капитал. Так, в 2008 году, ФРС США, Банк Англии, ЕЦБ, а также ЦБ Канады, Швейцарии и Швеции объявили о скоординированном снижении учетных ставок. Так, с октября 2007 г. по декабрь 2008 г. базовая ставка ФРС сократилась с 4,5 до 0,25%, затем наблюдается постепенное повышение до 1,75 % на октябрь 2019г. В Японии с

марта 2007г. по декабрь 2008 г. ставки сократились с 0,50 до 0,10 %, с последующим понижением до -0,10 % с января 2018 г. по настоящее время. ЕЦБ начал постепенно сокращать ставку с июля 2007 г. по март 2016 г. с 4,00 до 0,00 %. Центральный Банк Англии начал постепенное сокращение с июня 2007 г. по август 2018 г. с 5,25 % до 0,75 %. Последнее изменение процентных ставок ЕЦБ и ЦБ Англии сохраняются по настоящее время [64].

Однако снижение избыточных банковских резервов имеет для экономики и обратный эффект. В результате притока в экономику избыточного объема инвестиций появляется тенденция перепроизводства, что приводит к избытку мощностей, росту товарных запасов, замедлению оборачиваемости капитала. При этом реальный сектор экономики испытывает сложности со сбытом своей продукции и как результат – падение доходов, сокращение ВВП, рост безработицы, обесценение национальной валюты, т.е. начинается дефляция. В периоды дефляции население и предприятия предпочитают накапливать сбережения вместо того, чтобы тратить и инвестировать. Падение совокупного спроса приводит к еще большему падению цен. Снижение цен может привести к снижению прибыли и снижению темпов экономического роста, что, в свою очередь, приводит к еще большему увеличению денежных сбережений потребителей. Данные обстоятельства приводят к «ловушке ликвидности», при которой власти больше не могут проводить стимулирующую денежно-кредитную политику с помощью традиционных инструментов, поскольку процентные ставки, приближенные к нулю, не могут быть уменьшены в силу ожидания еще большего падения цен.

В 2008–2011 гг. американский экономист Пол Кругман неоднократно утверждал, что большая часть развитых стран, включая США, Японию и ЕС, находилась в условиях «ликвидной ловушки».

В целях преодоления «ловушки ликвидности», возникает необходимость воздействия финансовых регуляторов стран на уровень цен в экономике, поскольку повышение показателей инфляции способствует обесценению наличных денег, что сокращает реальную доходность их сбережений. Таким образом, для максимизации прибыли экономические агенты вынуждены инвестировать в производство.

В условиях, когда годовой прирост ВВП минимальный или отрицательный, учетная ставка ЦБ близка к нулю, уровень безработицы высокий и в стране наблюдается дефляция, финальной фазой стимулирования экономики развитых стран являются нетрадиционные методы ДКП как количественное смягчение и отрицательные процентные ставки.

Первым широкомасштабную политику количественного смягчения запустил Банк Японии в 2001 г. Затем во время и после международного финансового кризиса 2008–2009 гг., использование количественного смягчения стало более распространенным. Например, за Японией последовали США, Великобритания, ЕС, Швейцария и Швеция.

Количественное смягчение (Quantitative easing, QE) – монетарная политика, при которой ЦБ проводит окончательный выкуп активов, в отличие от РЕПО, у

коммерческих банков в объявленном объеме, за счет дополнительной эмиссии электронных денег. Выкуп проводится в целях увеличения избыточных банковских резервов, улучшения структуры банковских активов, посредством выкупа преимущественно некачественных активов, повышения стоимости приобретённых финансовых активов и снижения их доходности.

Целью политики QE является стимулирование национальной экономики путем достижения целевых показателей инфляции, стимулирование реального сектора экономики, снижение внешнего долга.

Стимулирование экономики происходит следующим образом:

- создаются новые электронные деньги для покупки финансовых активов учреждений;
- эти учреждения получают свежее вливание наличности, которую они могут использовать для инвестиций и затрат;
- дополнительные деньги, вливаемые во все эти фирмы в экономике, повышают общее предложение денег;
- стоимость финансовых активов растёт под влиянием нового спроса, а доходность активов (процентная ставка, выплачиваемая покупателям) падает;
- учреждения начинают покупать активы других учреждений, ещё больше увеличивая их стоимость и снижая доходность по выплатам;
- с понижением выплачиваемой процентной ставки эти учреждения теперь обладают большими финансовыми средствами, которые они могут тратить, одалживать или инвестировать [65].

Увеличивая денежное предложение в экономике, регуляторы искусственно стремятся поддерживать низкие процентные ставки. Финансовые учреждения, имеющие избыточную ликвидность, также будут склонны предоставлять деньги в виде кредитов по более низким конкурентным ставкам. В теории, снижение процентных ставок, возможно, самая очевидная выгода экономических агентов от количественного смягчения.

Когда стоимость заимствования падает, потребители и бизнес занимают больше денег и приобретают больше товаров, что стимулирует экономику, цены начинают расти, приводя к инфляции. В зависимости от размера инфляции эффект может быть противоречивым.

Общепринято считать, что небольшой уровень инфляции благоприятен для экономики, т.к. он стимулирует траты и инвестиции. Если цены растут, инвесторы скорее купят или инвестируют в активы, т.к. они убеждены что получат за них прибыль в будущем. Если цены не растут, или даже падают, то инвесторы скорее будут держать деньги при себе, потому что они не хотят инвестировать во что-то, что со временем будет дешеветь.

Таким образом, прямым результатом QE является инфляция, а ЦБ запускает программу, если он уверен в угрозе дефляции. QE обладает тем же эффектом, что и понижение процентной ставки, но может быть использована, когда процентную ставку уже нельзя опустить ниже.

Необходимо отметить основные условия успешной реализации QE: 1) коммерческие банки, за счет расширения избыточных активов, должны

способствовать активному обращению денег в экономике, кредитуя на долгосрочной основе под минимальный процент; 2) ЦБ прогнозирует, что факт объявления проведения политики QE увеличит рост инфляционных ожиданий, что вынудит экономических агентов пересмотреть риски и поменять свою политику поведения.

Наряду с преимуществами, существуют и риски:

- инфляция может оказаться выше ожидаемой;
- политика QE оказывается неэффективной при ограничении коммерческими банками кредитования экономических субъектов;
- низкие процентные ставки могут стать причиной образования пузырей на фондовых рынках;
- расширение избыточной денежной базы ведет к ослаблению национальной валюты по отношению к иностранной. Таким образом, доходность национальных кредиторов падает за счет снижения реальной стоимости их сбережений. Также, негативное влияние отражается на импортерах, поскольку импортная продукция дорожает.

Для лучшего понимания механизма действия политики QE рассмотрим практические примеры. В 2008 г. в разгар мирового финансового кризиса ФРС объявляет о проведении политики QE. Всего было проведено 3 Программы.

Первая QE 1 была проведена с ноября 2008г. по 2009 г. QE 1 имела своей целью спасение крупных корпораций, банков и частных предприятий путем выкупа их обесценившихся долгов. За время действия программы ФРС выкупила ипотечных и других облигаций на сумму 1,7 трлн. долл.

Вторая QE 2 была объявлена ФРС США 2 ноября 2010г. и закончилась в июне 2011 г. QE 2 предполагала покупку казначейских облигаций на сумму 600 млрд. долл. в течение 8 месяцев – по 75 млрд. в месяц. Кроме того, ФРС должна была реинвестировать около 300 млрд. долл. из первой программы количественного смягчения (QE 1). В итоге общий объем QE 2 должен был составить около 900 млрд. долл.

13 сентября 2012г. Федеральный Резерв США запустил третью по счету программу количественного смягчения QE 3. Эмитированные доллары были направлены на покупку облигаций. Ежемесячно планировалось выкупать казначейские облигации – в объеме 45 млрд. долл., ипотечные облигации – на сумму 40 млрд. долл. 29 октября 2014г. Комитет по открытым рынкам ФРС США принял решение завершить программу количественного смягчения QE 3 [66].

За 2008–2014 гг. балансы центральных банков развитых стран выросли в несколько раз, в частности, баланс ФРС увеличился более чем в 4 раза (с 870 млрд. до 4 трлн. долл. США). В рамках данной программы ФРС проводили операции по выкупу финансовых активов, в частности казначейских облигаций и ипотечных ценных бумаг в размере 40 млрд. долл. США, а впоследствии 85 млрд. долл. США ежемесячно [67].

По сути, программа укладывается в два шага: ФРС обменивает резервы на государственные облигации. Частный сектор отдает облигацию, приобретая

депозит. Чистая стоимость активов частного сектора остается прежней – количество денег не изменяется. Но при этом доходность облигаций падает. Таким образом, частный сектор более не заинтересован в том, чтобы держать казначейские облигации, и ищет теплые места в реальной экономике. В результате деньги идут в ипотечное кредитование, корпоративное/потребительское кредитование и на фондовый рынок. Так достигается влияние на экономику. Если частный сектор продолжает хранить полученные средства на счетах ФРС– QE не работает.

Одним из первоначальных ожиданий было стимулирование экономического роста в США в условиях сохранения тренда снижения уровня безработицы и роста инфляции. По итогам QE действительно было заявлено о значительном улучшении в состоянии американского рынка труда (безработица сократилась с 8,1% до 5,9%), но прогресс на рынке труда стал единственной полностью реализованной целью из поставленных. Главная цель – ускорение экономики – так и не была достигнута.

В мае 2013 г. руководитель ФРС США Бен Бернанке впервые заявил о возможном сокращении и последующем сворачивании финансовых стимулов (по мере ускорения роста американской экономики).

Помимо бюджетных проблем некоторых стран ЕС, кризисная ситуация в США негативно отразилась на банковской сфере Европейского валютного союза. В сложившихся условиях центральные банки Англии и ЕЦБ также были вынуждены обратиться к мерам QE.

22 января 2015 г. ЕЦБ запустил программу количественного смягчения на 1,1 трлн. евро. Ежемесячно выкуп государственных ценных бумаг ЕЦБ составил 60 млрд. евро. Главные ожидаемые результаты от запуска программы – это стимулирование европейской экономики и увеличение размеров денежной массы. Планировалось, что программа будет действовать до сентября 2016 г. и расходы будут составлять 1,1 трлн. евро. Однако только в июне 2018 г. ЕЦБ объявил о постепенном сворачивании программы до конца 2018 г. До сентября 2018 г. ЕЦБ скупал активы прежними темпами (30 млрд. евро ежемесячно), а затем сократил объемы до 15 млрд. евро в месяц. За годы действия программы европейский регулятор привлек на свой баланс активов на 2,6 трлн. евро. Срок погашения приобретаемых ЕЦБ облигации 2 – 30 лет [68].

Механизм выкупа ЕЦБ облигаций построен таким образом, что большая часть ценных бумаг куплена крупнейшими ЦБ еврозоны в соответствии с его долей в уставном капитале ЕЦБ. Таким образом, большая часть закупок легла на Бундесбанк. ЕЦБ гарантировал 20% приобретенных ценных бумаг, остальные риски в случае дефолта эмитентов возложены на национальные ЦБ.

Количественное смягчение в Еврозоне увеличило кредитование, что снизило долговую нагрузку, в частности в Испании. В Италии с помощью QE временно решилась проблема покрытия госдолга, объем которого составляет 130% от ВВП за счет покупки проблемных гособлигаций ЕЦБ.

Крайне низкий уровень инфляции в странах еврозоны был главной проблемой и причиной, которая подтолкнула ЕЦБ к запуску количественного

смягчения при ключевой ставке на уровне 0,05%. Ниже в Таблице 3 представлена динамика изменения инфляции в Еврозоне.

Таблица 3 – Среднегодовой темп изменения уровня инфляции в Еврозоне (%)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Еврозона	2,2	3,3	0,3	1,6	2,7	2,5	1,3	0,4	0,2	0,2	1,5	1,8

Прмечание – Составлено автором на основе источника [69]

Уровень инфляции внутри стран был достаточно низким и слабо поддерживался ростом цен на импортируемые биржевые товары (прежде всего на нефть) на мировых рынках. Поскольку диапазон цен в национальной экономике определялся фактически объемами поставок нефти и других биржевых товаров, инфляция возникала не внутри экономики, а «импортировалась». Низкие цены не воздействовали на экономических агентов, что шло вразрез с планами центральных банков. Более эффективным было бы традиционное влияние QE на цены расширенного диапазона потребительских товаров и услуг благодаря наращиванию денежной массы внутри экономики. Однако отток капитала является одним из основных недостатков политики QE. Полученные денежные средства с продаж активов направлялись коммерческими банками США и Евросоюза в основном в развивающиеся страны в виде портфельных инвестиций, доходность которых была более привлекательной. Также, компании, которые получали банковские кредиты с минимальной процентной ставкой, инвестировали их за рубеж, вместо развития реального сектора национальной экономики.

Причинами предпочтения американскими и европейскими банками, а также компаниями инвестирования развивающихся экономик являются:

- Стремительный экономический рост развивающихся стран, в особенности Восточной и Южной Азии, повышает их кредитный рейтинг, что отражается на надежности компаний. При этом в развитых странах отмечается противоположная тенденция.

- Более высокие процентные ставки в развивающихся странах увеличивают доходность финансовых активов. Однако проведение эффективной антиинфляционной политики ряда развивающихся стран предполагает их возможное снижение.

- Значительный потенциал для развития: неразвитость большинства секторов экономики при наличии дешевой рабочей силы и сырья.

- Низкие барьеры входа на большинство рынков, низкая конкуренция;

- Высокие темпы роста населения, т.е. увеличение числа потенциальных потребителей.

- Либеральное для иностранных инвесторов налоговое, трудовое и природоохранное законодательство [70].

Выше перечисленные аспекты стимулируют приток инвестиций в

развивающиеся экономики и определяют повышение их внутренней нормы доходности. Увеличение доходности в свою очередь предполагает рост дивидендов и, соответственно, удорожание цен акций.

Вместе с тем, политическая и экономическая нестабильность, высокий уровень коррупции и административных барьеров, низкий уровень доходов потенциальных потребителей препятствуют притоку иностранных инвестиций.

Нельзя не рассмотреть не удавшуюся политику QE в Швеции. В феврале 2015 г. Швеция запустила свою версию QE. С февраля по октябрь объем программы выкупа активов вырос с первоначальных 10 млрд. шведских крон (1,18 млрд. долл.) до 200 млрд. шведских крон (23,53 млрд. долл.). За этот период времени ставка РЕПО также снижалась, упав до -0,35% [71]. Значительное повышение объемов количественного смягчения и одновременное снижение отрицательной ставки говорит о том, что экономический рост и темпы инфляции в стране крайне низкие.

Основной механизм QE в теории должен привести к снижению доходности облигаций, так как инвестор должен быть заинтересован в покупке более рискованных активов, таких как акции. И это действительно работает так, пока объемы небольшие, но как только QE выходит за определенные границы, любой объем дополнительной покупки облигаций приводит к постоянному росту доходности.

Швеция первой в мире столкнулась с феноменальной ситуацией, когда программа количественного смягчения привела к заметному росту доходности государственных облигаций, так как инвесторы зациклены на емкости рынка, покупки Банка Швеции подрывают ликвидность и ведут к росту доходности.

Любые усилия по расширению покупки активов будут истощать уже ограниченный запас суверенного долга на рынке. Ко всем проблемам с QE добавляется динамика кроны. С начала программы покупки курс кроны начал укрепляться по отношению к другим валютам. Импортные цены снижаются, а центральный банк (ЦБ) уже мало что может сделать для предотвращения дефляции. То есть QE, которое должно было вызвать инфляцию и снизить доходность, привело к полностью противоположным результатам.

По мнению руководителей центральных банков, единственный способ уйти от дефляции и стимулировать рост – девальвировать валюту по отношению к валютам торговых партнеров. Конкурентная девальвация или «валютная война» – осознанное занижение курса национальной валюты руководством стран с целью протекционизма национального рынка от импорта и повышения собственного экспорта [72]. Конкурентная девальвация была одной из причин Великой депрессии.

На современном этапе многие страны, в особенности эмитенты резервных валют, занижают обменные курсы своих валют, несмотря на их заявления приверженности формированию рыночных курсов валют. Когда слишком много стран пытается ослабить свои валюты, разрушается согласованная международная политика, что критически негативно отражается на МВС.

Отметим, что ни одна страна не может сравниться с Китаем, который благодаря девальвации юаня поднял свою промышленность на лидирующие позиции в мире и стал основным мировым экспортером. Таким образом, «валютные войны» являются серьезнейшей проблемой мировой валютной системы.

Поскольку политика количественного смягчения не дала ожидаемых результатов, ЦБ начали применять другой инструмент нетрадиционной ДКП – отрицательные процентные ставки. Отрицательные процентные ставки можно считать последней попыткой стимулировать экономический рост. Отметим, что такой подход ранее не использовался (с 1990-х гг.), не описан в теории и является практическим экспериментом, поэтому влияние отрицательных процентных ставок трудно измерить количественно.

Переход на отрицательные ставки центральными банками разных стран осуществлялся по различным причинам. Национальный банк Дании начал применять отрицательные ставки в июле 2012 г. для ограничения возросшего притока капитала в страну, который способствовал укреплению национальной валюты. Национальный банк Швейцарии объявил о введении отрицательной ставки в декабре 2014 г. ввиду укрепления курса швейцарского франка и дефляции. Шведский Riksbank начал применять отрицательную ставку в феврале 2015 г. в целях устранения рисков дефляции. Банк Японии перешел к отрицательным ставкам в январе 2016 г. по причине дефляции. ЦБ Венгрии ввел отрицательную ставку в марте 2016 г. для стимулирования экономического роста и инфляции [73]. Таким образом, целью применения отрицательных процентных ставок для малых открытых экономик (Национальный банк Дании и Швейцарский национальный банк) является защита фиксированных валютных курсов и борьба с временным притоком иностранного капитала. Для крупных экономик (ЕЦБ, Банк Японии, шведский Riksbank и Банк Норвегии, Национальный банк Венгрии) – снижение риска дефляции, повышение инфляционных ожиданий и содействие восстановлению экономического роста (Рисунок 1).

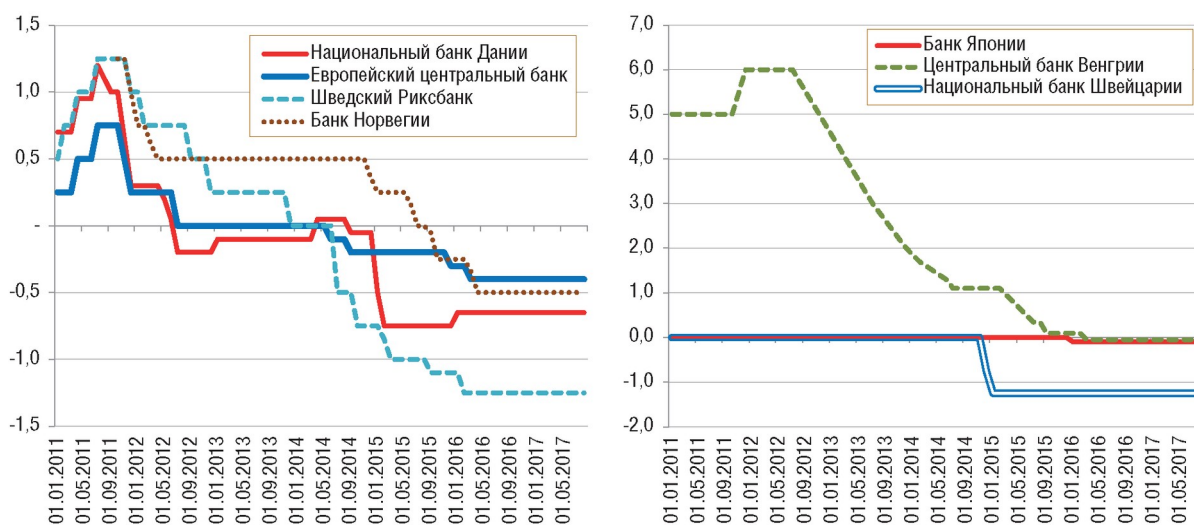


Рисунок 1 – Динамика отрицательных процентных ставок ЦБ, 2011–2017 гг.

Переход к отрицательным ставкам финансовыми регуляторами рассматриваемых стран спровоцировали выпуск государственных облигаций таких стран, как Германии, Франции, Австрии, Бельгии, Швейцарии, Швеции, и др. с отрицательной доходностью. Швейцария впервые в истории выпустила в апреле 2015 г. государственную облигацию в размере 232,5 млн. швейцарских франков (242 млн. долл.) сроком на 10 лет доходность, которой составила - 0,055 %. Япония в феврале 2016 г. выпустила облигацию сроком на 10 лет на сумму 2,2 трлн. йен (19,5 млрд. долл.) с доходностью -0,024%. Отметим, что спрос на японскую облигацию на торгах превысил предложение в 3,2 раза. Инвесторы готовы держать бумаги с отрицательной доходностью с целью спекуляции, а также из-за нехватки других инструментов для размещения денег. При этом золото становится альтернативой депозитам.

К середине 2019 г. мировой объем облигаций с отрицательной доходностью превысил 17 трлн. долл. или 30% всех ценных долговых бумаг в мире [74]. Такой показатель является предпосылкой возникновения новых финансовых кризисов.

Теоретически, применение отрицательных ставок приводит к следующим эффектам:

- к отрицательной доходности по депозитам, т.е. вкладчики не получают деньги, а наоборот платят за сохранность своих денег в банке. Это побуждает предприятия и частных лиц вкладывать в альтернативные, более рискованные источники положительного дохода, что приводит к пузырям на рынке финансовых активов и недвижимости;

- крупные участники финансового рынка, такие как коммерческие банки, инвестиционные фонды, пенсионные фонды, страховые компании стремятся вкладывать в финансовые активы с низким уровнем риска, например государственные облигации. По мере роста чистого спроса на них цены будут расти, а доходность облигаций падать, что критически отразится на их способности выполнять свои обязательства перед клиентами. По мере снижения доходности облигаций, участники рынка в целях получения прибыли, будут вынуждены усиливать распределение на более рискованные активы;

- отрицательные ставки влекут огромные риски, создавая ситуацию неопределённости для экономических агентов, которые в данных условиях предпочитают сберегать наличные деньги, а не инвестировать. А если инвестировать, то в активы на краткосрочной основе в ущерб долгосрочным капитальным затратам на бизнес;

- снижение ставок по кредитам приводит к увеличению спроса на них. Однако из-за недостаточной кредитоспособности заемщиков и отрицательной ставке на часть активов банки вынуждены поднимать ставки по кредитам для предъявляющих спрос заемщиков. Таким образом, отрицательная ставка оказывает обратный задуманному эффект;

- отрицательные ставки по депозитам предполагают активизацию коммерческих банков по кредитованию бизнеса и покупок финансовых

активов, а не сберегать денежные ресурсы в ЦБ. Но так как отрицательные ставки уменьшают прибыльность банков за счет сужения процентной маржи между ставками сбережений и кредитов, наблюдается тенденция ограниченности кредитования. Отрицательные процентные ставки являются серьезной угрозой долгосрочной стабильности банковской системы;

- отрицательная ставка оказывают давление на национальную валюту, стимулируя экспорт и инфляцию, сокращает импорт за счет удорожания. Так, переход ЕЦБ на отрицательные ставки, ослабил евро по отношению к доллару примерно на 30% за период июль 2014 г. – март 2015 г. Также зависимость между отрицательной ставкой и курсом валюты может быть и обратной, при условии, что национальная валюта устойчивая и надежная, что отражается на примере Японии. После объявления о применении отрицательной ставки, йена укрепилась по отношению к доллару примерно на 6 % с конца января по середину февраля 2016 г.

Реализация программы количественного смягчения, политика низких и отрицательных процентных ставок негативно отразились на развивающихся экономиках. Основными причинами являются неразвитость финансовых институтов развивающихся стран, недостаток финансовых инструментов, отсутствие возможностей по хеджированию рисков, неработающий механизм регулирования процентных ставок, и все это в сочетании с зависимостью от мировой конъюнктуры цен на экспортные сырьевые товары.

Применение нетрадиционных инструментов ДКП привело к ослаблению основных мировых валют (доллара, евро). Страны, которые привязывают свои валюты к ним, в определенной степени занимаются «импортом» денежно-кредитной политики развитых стран. Для сглаживания подобных явлений и поддержания курса национальной валюты, развивающиеся страны вынуждены были реагировать, используя различные традиционные инструменты денежно-кредитной политики, акцентируя внимание на рост ликвидности. Интервенции осуществлялись в виде изменения ставок рефинансирования, валютных свопов, коэффициентов наличных резервов и т. д., поддерживая свою валюту и косвенным образом доллар США или евро, обеспечивая на них постоянный спрос. Многие ЦБ развивающихся стран при проведении интервенций на валютных рынках использовали валютные резервы с целью покрытия внутреннего спроса на иностранную валюту и сокращения давления на обменный курс национальной валюты.

Меры по расширению кредитования и проведению своего сценария количественного смягчения были ограниченными из-за дороговизны и нехватки ликвидности, опыта в применении нетрадиционных мер ДКП, непреодолимые риски, неразвитость национальных финансовых систем.

Снижение процентных ставок в развитых странах до минимальных значений привело к значительному притоку краткосрочного капитала международных инвесторов в развивающиеся экономики, где процентные ставки были выше, что привело к временному укреплению местных валют. В период с 2008 г. по 2013 г. в странах с развивающейся экономикой происходил не только

рост инвестиций, а точнее спекулятивного капитала со стороны нерезидентов, но и увеличение государственного долга. Тенденция ослабления денежно-кредитной политики с целью ограничения повышения курса валют способствовала увеличению заимствований в огромных масштабах у стран с развитой экономикой из-за разницы процентных ставок. Как только валюты начинают обесцениваться, долговые проблемы развивающихся стран и экономики в целом критически усугубляются. Когда риск дефолта по долгам увеличивается с ростом процентных ставок, а рост доходов остается сдержанным, мир становится более уязвимым для финансового кризиса.

Изменения ДКП развитыми странами, например, в сторону повышения процентных ставок может влиять на глобальную доходность облигаций развивающихся стран, а также стремительно спровоцировать отток спекулятивного капитала из-за большей доходности гособлигаций западных экономик и минимальных рисков, что немедленно отразится на их валютах. Большинство развивающихся стран воспринимаются инвесторами как наиболее рискованные, имеющие большую финансовую нагрузку (большой внешний долг, высокий размер дефицита бюджета и счетов текущих операций) и получившие значительный приток инвестиций во время действия программы количественного смягчения.

Сворачивание программы “количественного смягчения” в 2013 г. привело к резкому оттоку капитала из развивающихся стран, и к ослаблению национальных валют многих крупных экономик по отношению к доллару, практически за полугодие валюты обесценились на 25–35%. С января 2014 г. девальвация начала набирать обороты. Основной причиной финансовой незащищенности являлся значительный дефицит платежного баланса. Ухудшающийся инвестиционный климат поставил ряд стран с развивающейся экономикой в достаточно сложную ситуацию: с одной стороны – бегство капитала, а с другой – потребность в свежих вливаниях для финансирования собственного дефицита (платежного баланса или бюджета).

При таких условиях многие экономисты рекомендуют для развивающихся стран применять ограничения потоков спекулятивного капитала, которые существуют в Китае, Чили и других странах, то есть привлечение прямых иностранных инвестиций вместо спекулятивного капитала.

Таким образом, проблемы и противоречия функционирования МВС привели к мировому финансовому кризису 2007 – 2009 гг., который повлек за собой глобальную рецессию. Основными последствиями явились обесценение финансовых активов, сокращение движения капитала, девальвация валют, сокращение международной торговли. Масштабность и последствия кризиса отразились на денежно-кредитной политике стран.

Отход от классической экономической науки и применение нестандартных методов регулирования экономики негативно отражается на современной мировой валютной системе. Опыт показывает, что результаты применения нестандартных инструментов монетарной политики развитых государств не всегда соответствуют первоначальным целям. Например, во время кризиса в

2008 г. широко обсуждалось, что QE на самом деле не привела к стимулированию инвестиций, а скорее позволила большим банкам, потерявшим деньги на спекуляциях на ипотечном рынке, рекапитализировать свои бухгалтерские отчёты. В целях укрепления своих собственных позиций во время финансового кризиса, банки поглощают легкодоступный капитал в виде поощрений от заимствований. Фактически политика количественного смягчения формирует директивное планирование производства и распределения денег.

QE является эффективным инструментом при дефиците ликвидности в экономике страны на краткосрочной основе. Однако QE и политика низких/отрицательных процентных ставок не способны устранить основные проблемы мировой экономики. Так, высокие цены на активы, снижение их доходности до чрезмерно низкого уровня или даже отрицательного, независимо от кредитоспособности компании или страны, приводит к эффекту искажения на финансовых рынках, усугубляя отрыв финансового рынка от реального. Таким образом, избыток долговых обязательств увеличивается. Кроме того, ценообразование на рынках активов формируется не рыночными механизмами, а на основе ДКП развитых стран. Данная ситуация приводит к экономическому неравенству между странами, которое переходит в политическое.

Стимулирование потребительской активности за счет снижения ставок не привело к ожидаемому экономическому росту, поскольку огромная денежная масса направлялась не на развитие производства и удовлетворение потребностей людей, а на получение прибыли за счет спекуляций. Вместе с тем, экономики развивающихся стран подверглись дефициту частного капитала.

Эффективность политики отрицательных ставок также противоречива – с одной стороны устраняется угроза дефляции, с другой – нарастание неустойчивости в банковском секторе. В условиях снижения процентных ставок для экономических агентов возникает ситуация неопределенности, при которой целесообразность инвестирования сводится к минимуму. В данном случае власти стран помимо регулирования монетарной политикой, должны проводить структурные реформы всей экономики в целом.

Сложившаяся ситуация требует от всех участников мирового финансового сообщества коллективной разработки дальнейших принципов развития, реформирования и методов регулирования МВС на взаимовыгодной основе.

1.4 Направления реформирования мировой валютной системы

В связи с неспособностью Ямайской валютной системы обеспечить стабильность в валютно-финансовых отношениях стали актуальными вопросы ее реформирования, которые регулярно обсуждаются Большой двадцаткой, международными организациями, учеными-экономистами и политиками. Основной целью реформирования МВС является создание более стабильных и предсказуемых внешних условий, способствующих восстановлению глобального экономического роста, поддержание стабильности банковских

систем и финансовых рынков на национальном и международном уровнях. Особое внимание уделяется поддержанию центральными банками стран стабильных валютных курсов национальных валют.

Представители Банка Англии О. Буш, К. Феррант и М. Райт и Банка международных расчетов К. Борио подчеркивают, что реформирование МВС может быть только при общей координации политики на наднациональном уровне и создания международной системы глобального регулирования [75]. Однако различия в национальных интересах и протекционизм стран ограничивают достижения поставленных целей.

Основополагающим при трансформации МВС является изменение и совершенствование деятельности МВФ. В целях стабилизировать МВС Фонд расширил свой кредитный потенциал за счет увеличения взносов по квотам. Финансовые ресурсы МВФ были увеличены примерно до 1 трлн. долл. Также Фонд заключил новые соглашения со странами – членами о расширенных и упрощенных заимствованиях, ужесточил финансовый контроль, изменил набор инструментов кредитования [76].

Основным направлением реформирования Ямайской валютной системы, предлагаемым экономистами, является уменьшение гегемонии доллара США. Однако в вопросе, каким образом достичь этой цели, мнения расходятся. В числе предложений: сохранение моновалютной системы на основе доллара; создание многовалютной системы на основе наиболее используемых в мировой экономике валют; введение системы, основанной на региональных валютах; расширение использования SDR как единой мировой резервной валюты; возвращение к золотому стандарту; создание многотоварного стандарта, предложения по расширению использования криптовалют и др. Единого мнения сценариев развития международной валютной системы среди экономистов не наблюдается.

Одним из часто обсуждаемых вариантов трансформации МВС является система, основанная на нескольких валютах – **многовалютный стандарт**. Усиление в 1960–1970 гг. мировых валютно-экономических центров, таких как Западная Европа, США, Япония привело к переходу от стандарта SDR к стандарту свободно используемых валют, применяемых при определении средневзвешенного курса SDR. Несмотря на то, что система, основанная на SDR, оказалась не состоятельной, ее концепции могут соответствовать современным тенденциям регионализма.

В новом многовалютном стандарте должен быть четко определен состав валют и критерии их выбора. Идея создания стабильной МВС, основанной на новой свободно используемой валюте типа SDR предлагается в докладе Специальной комиссии ООН, возглавляемой Нобелевским лауреатом Дж. Стиглицем. Предлагается усилить регулирование глобальной финансовой системы, создание эффективного механизма координации макроэкономической политики на национальном уровне, реформирование международных финансовых институтов, совершенствование механизма урегулирования кризисов суверенного долга. Для достижения этих целей необходимо

увеличение капитала МВФ либо создание наднационального резервного банка. Также, предполагается, что основными резервными валютами будут доллар, евро, юань и в незначительных объемах – иена и швейцарский франк. В перспективе рассматривается возможность расширения резервных валют за счет крупных формирующихся экономик Индии и Бразилии и др. [77].

Многовалютный стандарт позволит диверсифицировать проблему увеличения дефицита платежного баланса страны-эмитента, что существенно снижает риски для мировой экономики, поскольку увеличение доли других, кроме доллара, резервных валют в резервах национальных экономик позволит США контролировать свой дефицит текущего счета. Чистая фискальная конкуренция обяжет страны – эмитентов проводить более осторожную фискальную политику и бороться за статус эмитента резервной валюты, обеспечивая условия выполнения ею всех соответствующих мировой валюте функций. Многовалютный стандарт будет сдерживать волатильность обменных курсов и цены на резервные активы (процентные ставки) посредством расширения замещения различными резервными активами.

Однако, любые действия в валютно-финансовой политике, применяемые в национальных интересах стран – эмитентов резервных валют, могут вызвать трансграничные потоки капитала. К примеру, отток иностранных инвестиций в активы, номинированные в резервной валюте страны, где наблюдаются отрицательные показатели экономического роста, может способствовать утрате доверия к этой резервной валюте со стороны инвесторов, что может отразиться на ее статусе и обменном курсе. Таким образом, многовалютный стандарт, основанный на корзине валют, снижает риски МВС посредством диверсификации за счет увеличения стран-эмитентов, однако зависимость от интересов ведущих стран останется, что ведет к увеличению диспропорций между странами. Поэтому перспектива многовалютного стандарта, по нашему мнению, сомнительна.

29 сентября 2015 г. Президент Казахстана Нурсултан Назарбаев, выступая в общих дебатах Генеральной Ассамблеи ООН, предложил странам-участницам объединиться для создания **новой наднациональной валюты**. «Борьбу с глобальным кризисом необходимо начать с наведения порядка эмиссии и обращения мировых резервных валют, которое сейчас не отвечает критериям законности, демократичности, конкурентности, эффективности и международного контроля. В XXI веке миру нужны финансовые инструменты нового качества. Необходимо объединить усилия стран – членов ООН по разработке наднациональной мировой валюты, отвечающей целям и задачам глобального устойчивого развития и процветания» [78]. Помимо Казахстана, представители России, Китая, Индии и Бразилии – склоняются к созданию и использованию наднациональной валюты [79, 80, 81, 82].

В поддержку наднациональной валюты выступали Дж. М. Кейнс еще в 1943 г., Р. Триффин, У. Мартин, А. Дей, Ф. Перру, Ж. Денизе в 1960-х – начале 1970-х гг., Дж. Сорос в 1990-х гг., Джозеф Стиглиц в 2009 г.

Обоснованием служило то, что наднациональная валюта, в отличие от национальной, имеет более устойчивый потенциал, так как управление денежной массой не обременено национальными интересами. Наднациональная валюта, эмитируемая наднациональным центральным банком, необходима в качестве основы валютных паритетов, что снижает риски, связанные с нестабильностью национальных резервных валют, соответствует условиям глобализации экономики, может подчинить все страны руководствоваться равноправными интересами всех стран и не допускать на мировые рынки нестабильные валюты.

Предполагается, что наднациональная валюта, как и доллар США, будет обеспечиваться только товаром, который можно за нее приобрести. Кроме того, чтобы валюта стала высоколиквидной, необходимо всеобщее согласие на ее использование в международных расчетах и политическая воля национальных регуляторов, что практически невозможно, учитывая различия в интересах, в особенности США.

Сторонники идеи наднациональной валюты склоняются к механизму функционирования SDR как международной безналичной валютной единицы. Существующие недостатки стандарта SDR (не обладают функциями, соответствующие ключевым валютам: средство платежа, валютный резерв, инвестиционный актив, соизмерение цен) не позволяют ему обрести статус ключевой валюты. Однако поддержка Китаем варианта реформирования МВС, основанной на стандарте SDR усиливает вероятность претворения его в жизнь. В марте 2009 г. Китай предложил создать мировую резервную валюту, как альтернативу доллару, на базе расширенной валютной корзины SDR [83]. Авторитетный финансист Джордж Сорос также поддержал данное предложение.

Идею расширения валютной корзины поддержала К. Лагард, экс-директор-распорядитель Международного валютного фонда, в качестве первоочередной меры по реформированию МВС.

Сторонники расширения корзины SDR выделяют ряд выгод:

- увеличение резервных валют диверсифицирует риски официальных резервов;
- сглаживание парадокса Триффина, из-за наличия безопасных активов, эмитируемых несколькими странами;
- расширение каналов экстренного снабжения международной ликвидности;
- допустимость преобразования функций резервных валют;
- мотивирование применения развивающимися странами режима гибкого курсообразования национальных валют и устранения ограничений по движению капитала.

Однако критика реформы расширения перечня валют в корзине SDR заключается в том, что МВС еще более подвержена риску изменения национальной фискальной и монетарной политики в связи с сохранением текущих квот государств-членов МВФ и увеличением стран-эмитентов,

которые будут прибегать к решению национальных задач, используя свои преимущества. Поэтому вопросы распределения SDR и формирование уставного капитала должны быть первоочередными.

Нецелесообразность возрождения роли SDR подтверждается историческим опытом, поскольку ранее поставленная цель в Уставе МВФ не была реализована, так как SDR ограничен платежами только в рамках МВФ без возможности использования на валютном рынке или в других рыночных сделках. Необходимо будет развивать частные рынки, на которых можно покупать и продавать SDR, и создавать ликвидные рынки, на которых правительства и корпорации могут выпускать облигации в SDR по конкурентным ценам. Первые эмитенты облигаций SDR будут иметь дополнительные расходы из-за новизны инструмента, то есть SDR будут иметь низкую ликвидность. В этом случае они будут иметь конкурентный недостаток из-за существования рынков ликвидных активов, выраженных в долларах и в евро. Чтобы обеспечить более важную роль SDR в качестве резервной валюты, правительствам необходимо будет инвестировать средства в течение длительного периода времени [84]. Другая ограничивающая проблема связана с отсутствием биржевого рынка на основе SDR – невозможность быстрого выпуска дополнительных SDR МВФ в периоды дефицита для обеспечения ликвидности, а ожидания такой операции могут еще больше углубить кризис.

Наднациональная валюта должна быть обеспеченной и среди всех товаров монетарную функцию лучше всех выполняет золото. Кризис 2008 г. показал, что в ситуации нестабильности, неограниченной эмиссии основных резервных валют, волатильности курсов валют и ценных бумаг происходит активная скупка золота странами, что резко увеличило стоимость золота. С 29.08.2008 по 30.09.2009 гг. стоимость золота увеличилась с 833 долл. за унцию до 1175,75 долл., т.е. на 41,1464%. На 31.08.2011 г. цена возросла до 1813,5 долл. за унцию [85], что подтверждает актуальность роли золота в качестве якорного актива и демонстрирует, что фактически процесс демонетизации золота не закончился.

Обеспокоенные глобальными экономическими и политическими тенденциями, центральные банки по всему миру практически перестали продавать золото, а наоборот стремительно покупают его. С 30.09.2008 г. по 01.05.2009 г. объем золота в резервах центральных банков увеличился с 29,961 тонны до 33,976,5 тонны [86], т.е. на 13,4%.

Эта тенденция особенно усилилась на современном этапе. По данным Всемирного совета по золоту, в 2018 г. центральные банки купили 651,5 тонны золота против 375 тонн в 2017 г. Это самый большой объем покупки золота с 1967 г. Основными крупными покупателями являются Россия, Китай, Турция, Казахстан, Индия, Ирак, Польша и Венгрия. Отметим, что российский центральный банк продал почти все свои акции Казначейства США, чтобы купить 274,3 тонны золота в 2018 г. [86].

Основными причинами скупки золота центральными банками являются:

- Управление рисками в целях сохранения стабильности. Диверсифицируя резервы золотом, центральные банки имеют больше возможностей для поддержки экономических институтов своей страны в период кризиса.

- Снижение зависимости от доллара США, в частности от долларовых активов, поскольку золото исторически имеет отрицательную корреляцию с долларом.

- Защита от инфляции. Центральные банки покупают золото, сохраняя покупательную способность своей валюты в случае инфляции.

В 2018 г. Всемирный совет по золоту провел опрос 22 центральных банков, с целью выяснения, каким образом они управляют своими золотыми запасами.

76% опрошенных центральных банков рассматривают золото как ликвидный актив без кредитного риска, поскольку золото имеет реальную стоимость, его цена зависит от спроса и предложения на рынке, кроме того золото не является долговым обязательством. 59 % определяют золото как эффективный диверсифицированный инструмент. Центральные банки обращаются к золоту, чтобы улучшить скорректированные с учетом риска доходы и использовать его в качестве ценного обеспечения. Также золотые резервы необходимы для покрытия экономических, политических, военных рисков [87].

Крупнейшими золотыми запасами в мире по итогам 2018 г. обладают США – 8133 метрических тонн (334,5 млрд. долл.), на втором месте Германия – 3370 метрических тонн (138,6 млрд. долл.), Россия на пятом месте – 2113 (86,9 млрд. долл.), Китай на шестом – 1853 (76,2 млрд. долл.), Казахстан на 14 месте – 350 (14,4 млрд. долл.) [85].

Несмотря на преимущества, существуют и недостатки в отличие от валютных активов: золото не приносит доходов в виде процентов, а его хранение несет издержки. Гипертрофированный рост цен на золото, дефляционные процессы вследствие ограниченности золотого запаса, истощение месторождений золота и другие причины создают препятствие к возврату системы золотого стандарта. Кроме того, корректировка денежной массы в обращении является важным рычагом управления денежно-кредитной политики, и увеличение денежной массы в период рецессий помогает стабилизации экономики и стимулирует ее рост, что фактически невозможно при золотом стандарте. На современном этапе золото остается неотъемлемым элементом мировой финансовой системы, сохраняя за собой важную функцию денег, как хранитель стоимости, особенно ярко проявляющуюся в кризисный период.

Одним из вариантов реформирования МВС является **многотоварный стандарт**, который поддерживался многими экономистами, в том числе Кейнсом, Хайеком, Комиссией по финансовым реформам ООН и никогда не применялся на практике.

Под многотоварным стандартом следует понимать систему, основанную на единой мировой валюте, расчет курса которой по отношению к национальным валютам осуществляется исходя из достаточно широкого перечня

общепризнанных (как правило, биржевых) цен товаров, что исключает национальные выгоды любой страны [88].

Объем валюты зависит от спроса мировых инвесторов и ее обеспеченностью. Увеличение спроса на сырье развивающихся стран будет в прямой зависимости от спроса на мировую товарную валюту, что приведет к автоматическому выравниванию дисбалансов. Экспортируемые товарные активы, производимые развивающимися странами, позволят покрывать дефицит платежного баланса. Многотоварный стандарт способствует снижению дисбаланса перераспределения мирового капитала и дохода, так как страны получают равноправный доступ к конкурентной борьбе за мировой капитал [89].

В условиях кризиса инвесторы вкладывают свои средства в менее рискованные активы, валюты, ликвидные биржевые товары (драгоценные металлы и др.). С позиции многотоварного стандарта, надежность государственных облигаций стран, куда в основном размещаются резервы, с учетом экономико-политического положения не всегда обоснована по сравнению с размещением обязательств, обеспеченные товарными запасами. Это подразумевает, что мировая валюта не будет зависеть от инфляции, поскольку эмиссия будет ограничена обеспеченностью реальных запасов сырья. Соотношение мировой валюты с корзиной товаров будет более точно отражать цены, однако объем денежной массы может не покрыть международные расчеты. Сложности реализации многотоварного стандарта заключаются и в определении странами включения конкретных товаров в корзину, а также соотношения их цен, которые практически невозможно измерить, учитывая потребительские предпочтения мирового масштаба. Кроме того, менее обеспеченные сырьем страны будут ограничены в полноценном участии в мировой экономике.

На современном этапе, в условиях оптимизации экономических процессов, наблюдается тенденция постепенного движения экономики к полной цифровизации. Огромную популярность обретает развитие информационно-ориентированной экономики на основе **криптовалюты**. Отношение к криптовалюте среди экономистов весьма противоречивое. Одни считают ее «новым видом денег» и крупной финансовой инновацией, которая станет значительным игроком в мировой финансовой системе вплоть до становления мировой резервной валютой. Другие не считают криптовалюту деньгами и рассуждают о ее «бесполезности», в том числе Пол Кругман, Томас Пикетти.

Одной из наиболее востребованной цифровой валютой является Bitcoin (BTC) – это новое поколение платежной системы, которая функционирует на основе новейших технологий. Группа разработчиков, под псевдонимом Сатоши Накамото, создали систему в 2009 г., используя термин, определяющий Bitcoin как электронные наличные. BTC, так же как и деньги являются средством обращения, платежа и накопления. В отличие от электронных денег и безналичных расчетов, BTC не являются долговым обязательством эмитента.

Рассмотрим основные принципы деятельности системы Bitcoin через анализ преимуществ и недостатков по сравнению с фиатными (бумажная валюта, законное платежное средство) валютами.

Преимущества Bitcoin:

1) Децентрализация. В отличие от фиатных денег, система Bitcoin не принадлежит административному органу и обходится без услуг посредников. Замораживание счётов в системе, изменение объема денежных единиц, ограничение или отмена платежей не координируется кем-либо, а значит политически на систему BTC трудно воздействовать.

2) Анонимность. BTC предоставляет возможность анонимно проводить расчёты, поскольку для открытия счета не требуется никаких документов, соответственно координаты счёта в системе не связаны с данными, удостоверяющие личность пользователя. Это фактически сводит к нулю риск кражи личных данных. Анонимная система, одновременно, абсолютно прозрачна. Каждый участник может отслеживать все проходящие транзакции, но данные о получателях и вид операций определить невозможно, даже спецслужбам. Одна из причин пользования BTC в США – избежание кражи личных данных в течение налогового времени. Кража персональных данных в период уплаты налогов является огромной проблемой для США.

3) Альтернатива существующим деньгам. Bitcoin – альтернативный и достаточно удобный способ оплаты. Сейчас уже существует множество мест, как в интернете (tigerdirect.com, amazon.com и других), так и в реальной жизни (в салонах красоты, магазинах одежды, ресторанах и т.д.), которые принимают Bitcoin. Эксперты считают, что это маркетинговый ход, реклама и инвестирование, в случае если эта валюта действительно будет иметь успех.

4) Отсутствие налогов. В странах, которые не определились законодательно со статусом BTC, при оплате ими не взимается налог. Это дает возможность приобрести товар дешевле.

5) Добровольная комиссия. Отправитель по своему усмотрению оплачивает или не оплачивает комиссию за транзакции. Однако размер комиссии влияет на скорость перевода. Программа-клиент, обслуживающая проведение операций, обычно рекомендует стоимость комиссии.

6) Снижение межстрановых барьеров. Высокая скорость обработки международных транзакций (занимает минуты, а не дни и недели), низкая стоимость любой транзакции, отсутствие необходимости применения валютных операций, неограниченность транзакций (возможность проводить операции везде, где есть интернет) позволяет снижать межстрановые барьеры. Как следствие, снижение уровня коррупции и бюрократии, рост ВВП.

7) Надежность. Новые BTC создаются в процессе сложных математических вычислений "майнинга" (с англ. "mining" – добыча полезных ископаемых), проводимых «майнерами». Процесс майнинга характеризуется трудоемкостью, которая возрастает со временем и заключается в записи в один блок всех транзакций, которые произошли в сети с момента выпуска предыдущего (в среднем 10 минут), и «запечатать» его сложной криптографической подписью.

Следующий блок вычисляется на основе подписи предыдущего, что даёт гарантию безвозвратности транзакций, а также предотвращает попадание в систему «фальшивых» денежных знаков. Так блоки сцепляются между собой, образуя цепочку – блокчейн. С каждым новым блоком растёт вычислительная мощность, необходимая майнерам для расчёта всей цепочки с нуля, и чем длиннее цепь – тем труднее «взломать» сеть. Подделать BTC очень трудно. Гораздо проще добыть новые.

8) Дефляция. Алгоритм устроен таким образом, что в системе может существовать максимум 21 млн. единиц, каждая из которых также называется «Биткойн». 1 биткойн делится на 100000000 частей, которые называются "сатоши", в честь создателя системы. Иногда используются понятия "миллибиткойн" (mBTC, одна тысячная) и "микробиткойн" (µBTC, одна миллионная). Это ограничивает инфляцию и делает деньги более ценными [90].

9) Микроплатежи. Возможность Биткоинов проводить платежи до 50 центов и даже меньше – и это будет выгодно как продавцам, так и покупателям. Тогда как чеки, кредитки и банковские переводы таких размеров фактически невозможны.

Недостатки Bitcoin:

1) Сложность понимания механизма деятельности системы.

2) Анонимность системы ограничивает государственный контроль финансовых потоков.

3) Риски, заключающиеся в необеспеченности BTC, кроме как спросом. Если спрос упадет, то цена на него тоже падает.

4) Правовой статус. Опасность запрета на использование системы многими странами сильно подорвет к ней интерес со стороны пользователей, что сократит спрос на BTC.

5) Безопасность пользователей характеризуется технической и юридической незащищённостью. Поскольку BTC в большинстве странах не имеет правового статуса, возврат украденных виртуальных денег на уровне закона невозможен.

6) Стимулирование теневой экономики. Bitcoin часто упоминается как способ избежания налогов и отмывания денег. Также неподконтрольность национальным органам власти обеспечивает возможность торговли через систему Bitcoin оружием, наркотиками и ведением другой незаконной деятельности, что ведет к усугублению борьбы с одной из глобальных проблем – терроризмом. Это значительно осложняет узаконивание BTC и пока эта проблема никак не решена.

7) Сильные колебания курса стоимости вследствие отсутствия привязки к какой-либо валюте или активу и прямой зависимости от спроса. Так, с 2009 по апрель 2010 гг. BTC накапливались, а 25 апреля 2010 г. состоялась первая официальная продажа 1000 BTC по 0,3 цента, в мае 2010 г. за 10000 BTC купили две пиццы. Уже в марте 2017 г. цена первой криптовалюты достигла отметки 1300 долл. за 1 BTC (что превышает цену тройской унции золота), а на август 2019 г. стоимость составила 10 720 долл.

Сильные колебания курса BTC ведут к низкому спросу как средства накопления. Однако приобретение BTC для спекулятивных целей носит массовый характер, что не соответствует характеристике резервной валюты.

8) Альтернативные криптовалюты. Наличие и появление альтернативных криптовалют приводит к конкуренции и риску потери актуальности. Несмотря на риски многие международные организации как PayPal, WebMoney, Google, Baidu (китайский аналог Google), Boost VC (организация из «Кремниевой долины»), eBay и многие другие поддерживают систему Bitcoin [91].

Наряду с организациями особый интерес к криптовалюте подстегивают также ряд стран, где операции с BTC официально разрешены. Так, например Сингапур стал одной из первых стран, официально признавших BTC и обложивших её стандартным налогом. В Японии BTC является законным платежным средством с налогом на покупку. В Германии, Сингапуре, Хорватии, Таиланде, штате Техас (США) BTC признают в качестве расчетной денежной единицы. В Швейцарии на криптовалюты действуют такие же правила, как и на иностранные валюты, и эта страна является одной из самых благоприятных юрисдикцией для Bitcoin-стартапов и общественных блокчейнов. В США, Израиле для целей уплаты налогов BTC рассматривается как имущество, а любые доходы от него образуют налогооблагаемую базу.

Но не все страны положительно относятся к системе Bitcoin. Вопрос о правовом статусе системы Bitcoin преследует правительства всего мира. В некоторых странах правовой статус не определен. Операции не запрещены, но приравниваются к спекуляции, в том числе в Индонезии, Казахстане, России, Украине.

В Китае Народный банк запретил китайским финансовым компаниям проводить операции с BTC. В то же время физические лица могут свободно участвовать в интернет - транзакциях на свой страх и риск. BTC при этом рассматриваются как некий товар.

Страны-члены Европейского союза планируют запретить пользование виртуальными деньгами и безличными онлайн-платежами. Данные запреты осуществляются для предотвращения финансирования терроризма.

Эпоха новых технологий требует трансформации устройства финансовой системы. Расчетные единицы должны быть недоступны для подделок, взаимозаменяемы и делимы и самое главное – обеспечены. В отличие от классических банковских платежей и переводов, в блокчейне нет посредников, что удешевляет транзакцию и сокращает время перевода. Это открывает огромные возможности для инвесторов и превращает мир в глобальную фондовую биржу, где любые активы могут свободно перемещаться от владельца к владельцу независимо от политических и географических границ. В целях становления криптовалюты в качестве резервной валюты, необходимо формирование соответствующих условий и инфраструктуры для внедрения и активного использования.

Начиная с 2015 г. появилась новая тенденция развития цифровизации, когда правительства нескольких стран объявили о создании своей национальной

цифровой валюты (Central bank-issued digital currency CBDC – выпуск центральными банками национальных цифровых валют). В отличие от децентрализованных криптовалют, центральные банки выпускают цифровые деньги и становятся не только регуляторами, но и держателями счета клиентов.

Так, в 2015 г. Тунис стал первой страной в мире, которая выпустила национальную валюту на основе блокчейна под названием eDinar. С помощью блокчейна пользователи могут использовать свои смартфоны для мгновенных мобильных денежных переводов, оплачивать товары и услуги онлайн и отправлять денежные переводы, выплачивать зарплату и счета, а также управлять официальными документами.

В 2016 г. Сенегал выпустил национальную цифровую валюту, основанную на блокчейне eCFA, названную в честь франка CFA – фиатной валюты Сенегала. В 2018 г. Маршалловы Острова, использующие доллар США в качестве официальной валюты, запустили свою собственную криптовалюту, получившую название «суверенная» (SOV).

В феврале 2018 г. правительство Венесуэлы выпустило национальную криптовалюту под названием Petro, или Petromoneda, обеспеченную запасами нефти, золота и минеральных ресурсов страны. Российский рубль, китайский юань, турецкая лира и евро свободно конвертируются с Петро.

Валюта была разработана с целью смягчения финансовых санкций со стороны США, которые негативно повлияли на местную экономику. Также страна готовится к запуску еще одной криптовалюты под названием Petro Gold, на этот раз поддерживаемой запасом драгоценных металлов Венесуэлы.

Эквадор запустил собственную электронную валюту dinero electrónico (DE) в 2015 г. с целью поддержки своей финансовой системы, основанной на долларе США (с 2000 г.). Валюта функционировала как средство платежа, позволяя квалифицированным пользователям переводить деньги через мобильное приложение. Предполагалось, что dinero electrónico поможет снизить уровень бедности и государственные расходы, поскольку ежегодно страна тратила больше 3 млн. долл. США за обмен старых банкнот на новые доллары.

Тем не менее, в 2017 г. электронная валюта была отменена из-за неспособности привлечь достаточное количество пользователей, которые не доверяли данной системе.

Эстония рассматривала возможность запуска своей электронной валюты под названием Estcoin. Однако была отвергнута регуляторами ЕС, признающие в рамках еврозоны только евро.

Гонконг, Швейцария, Япония, Германия проявляют огромный скептицизм по отношению к цифровой валюте в связи с рисками, поэтому пока не собираются вводить цифровую валюту.

Уругвай, Дубай, Иран, Сингапур проводят эксперименты и разработки с цифровой валютой, с целью методом проб и ошибок в перспективе запустить ее в оборот. Канада, Китай, Израиль, Швеция, Норвегия, Тайланд,

Великобритания проводят дополнительные исследования, от которых зависит перспектива цифровой валюты.

Таким образом, на данный момент можно констатировать, что идут активные теоретические поиски новой формы международной валютной системы, адекватной изменившимся условиям воспроизводства мировой экономики. Рассмотренные предложения по реформированию МВС имеют преимущества и недостатки. Пока трудно сказать, какие из них могут быть реально востребованы практикой.

Доллар США пока сохраняет лидирующие позиции в МВС в качестве неофициальной мировой валюты, несмотря на серьезные проблемы в экономике, выражающиеся в снижении доли США в мировой экономике, в «двойном дефиците» платежного баланса и бюджета. Примерно две трети международного долга и глобальных резервных активов выражены в долларах. Доллар является самой ликвидной валютой в международной торговле с наименьшими транзакционными издержками. Долговечность доллара объясняется отсутствием жизнеспособных альтернатив. Проведенный нами анализ подтверждает несостоятельность евро, юаня, иены, SDR, золота, многотоварного стандарта стать альтернативой доллару и выполнять функции международного платежно-расчетного и резервного средства в долгосрочной перспективе, поскольку они не соответствуют современным требованиям, способных стабилизировать мировую валютную систему. Криптовалюта могла бы быть альтернативой традиционной валюте. Но механизм работы криптовалют на основе блокчейн сейчас несовершенен и переживает проблемный период, который еще рано называть становлением. Покупку BTC сегодня нужно воспринимать как возможность открыть для себя что-то новое, а не как инвестиционный инструмент. Предпочтительнее полагаться на центральный банк, чтобы скорректировать денежную массу в соответствии с экономическими условиями, вместо того чтобы полагаться на денежную массу, которая колеблется экзогенно. То есть, присутствие регулятора в лице государства очень важно. И государство должно быть в курсе различных изменений для сохранения власти в будущем.

Власти США, используя свою экономическую, военную и политическую мощь, стремятся любыми способами сохранить лидирующие позиции доллара, тем самым настраивая другие страны против себя. Однако тенденция постепенного экономического и политического ослабления доллара США усиливается. Так, с 2008 г., когда в резервах ЦБ держались максимальные объемы американской валюты, по 2018 г. доля доллара снизилась на 7%. Центральные банки стран «большой семерки», а также развивающихся стран Китая, Индии, России, Турции, Аргентины, Гонконга, Индонезии, Таиланда диверсифицируют свои резервы, активно продавая доллары и гособлигации США. Данная ситуация очень опасна для мировой экономики, поскольку обесценивание бондов приведет к кризису на долговом рынке. Крупные держатели долларовых активов, не заинтересованные в обвале мирового кредитного рынка, будут вынуждены поддерживать курс доллара, не допуская

критической ситуации. Это предопределяет сохранение текущей МВС в предстоящие годы со свойственными ей противоречиями, выражающихся в дестабилизации трансграничных потоков капиталов, волатильности обменных курсов, периодических региональных и глобальных финансовых кризисах, усилении экономического и политического неравенства между странами.

Валютная мощь в конечном итоге зависит от доверия к намерениям эмитента. В случае потери доверия к доллару в весьма долгосрочной перспективе, предполагается введение наднациональной валюты нового формата, не привязанной к какой-либо национальной валюте, которая будет отвечать интересам всех субъектов мировой экономики. Такая валюта будет способствовать глобальному экономическому росту, перераспределению финансовых ресурсов в реальный сектор экономики. Данное направление требует от субъектов МВС разработки на международном уровне единого согласованного механизма регулирования валютно-финансовых отношений с целью обеспечения финансово-экономической безопасности в мире. Для достижения поставленных целей необходимо: 1) формирование наднациональных органов, которые будут способны регулировать процессы МВС, предупреждать кризисные явления и предоставлять финансовую помощь странам, наиболее подверженным внешним шокам, учитывать социальные последствия; 2) разработать систему международного регулирования потоков капитала, особенно краткосрочного, что будет способствовать обеспечению прозрачности национальных финансовых систем; 3) в качестве переходного этапа с целью диверсификации экономических и политических рисков предполагается формирование новых региональных финансовых центров за счет постепенного усиления региональных валют.

В обозримой перспективе инструментом повышения эффективности мировой валютной системы может быть перераспределение квот стран-членов МВФ в соответствии с их реальным удельным весом в мировом ВВП, а не с их величиной вноса в уставный капитал, кроме того степень политизации организации в интересах отдельных стран должна максимально снизиться. Несмотря на жесткую критику МВФ, не стоит забывать, что современные тенденции в мировой экономике значительно усложнили задачи по стабилизации валютно-финансовой системы. На современном этапе МВФ остается базовым финансовым институтом в мировой экономике, который кредитует и предопределяет направления развития большинства стран мира.

2 ИНТЕГРАЦИОННЫЕ ПРОЦЕССЫ В МИРОВОЙ ВАЛЮТНОЙ СИСТЕМЕ И ФОРМИРОВАНИЕ ВАЛЮТНЫХ СОЮЗОВ

2.1 Объективные основы и формы интеграции международных валютных отношений

Современная мировая экономическая и валютно-финансовая система характеризуется сильной поляризованностью экономической и валютной власти, извлечением преимуществ в национальных интересах, обострением противоречий между ее участниками. Поиск механизмов защиты национальных экономик от давления ведущих валют становится тенденцией глобального развития. Валютная интеграция является ответной реакцией национальных экономик. Развитие полицентризма и регионализма в мировой экономике является предпосылкой расширения использования региональных и национальных валют. Предполагается, что сеть глобальных, региональных и субрегиональных институтов будет более сбалансирована с точки зрения мировой власти и производственных ресурсов, чем система, основанная на нескольких мировых организациях, что предопределяет дальнейшее подробное рассмотрение данного направления.

Выделяются следующие классические этапы развития интеграционного процесса:

- Зона свободной торговли (ЗСТ) – региональное соглашение государств об отмене или ограничении таможенных пошлин, с использованием национальных валют в международных расчетах стран-участниц (Европейская ассоциация свободной торговли ЕАСТ, Североамериканское соглашение о свободной торговле НАФТА, Ассоциация государств Юго-Восточной Азии АСЕАН).

- Таможенный союз – соглашение стран-участниц ЗСТ о единой таможенной политике по отношению к третьим странам (Андское сообщество ACN, Карибское сообщество CARICOM, общий рынок стран Южной Америки Mercosur, Евразийское экономическое сообщество Евразэс, Европейское экономическое сообщество).

- Общий рынок – договоренность стран о свободном передвижении товаров, услуг и факторов производства. Общему рынку характерны общая торговая политика и согласованная экономическая политика, в частности валютно-финансовое регулирование стран - участниц (Карибское сообщество CARICOM)

- Экономический и валютный союз – высшая форма интеграции, в рамках которой осуществляется единая экономическая и валютно-финансовая политика (Европейский союз).

Б. Баласса, Л. Цукалис считают, что последовательность этапов интеграционных процессов в итоге приводит к высшей форме валютной интеграции - экономическому и валютному союзу [92, 93]. Однако, как показывает мировая практика, достижение стадии валютного союза возможно и при исключении связующих стадий. Кроме того, практически нет ни одного интеграционного объединения, которое полностью соответствовало бы всем

критериям конкретного этапа интеграционного развития, везде присутствуют исключения, связанные с протекционизмом. Ограничения применяются как условия для обеспечения эффективности сотрудничества только в целевых секторах экономики интегрирующихся стран.

Интеграционные процессы в валютной сфере активизируются во время кризиса и развиваются в основном на региональном уровне, где наднациональный механизм урегулирования противоречий становится первостепенным, особенно относительно малых развивающихся стран, активно участвующих в международных экономических отношениях.

Валютная интеграция – составная часть экономической интеграции, предполагающая сотрудничество стран в сфере международной торговли и финансов, которое призвано уменьшить или снять экономические барьеры между странами-участницами соглашения, повысить конкурентоспособность их производителей, укрепить валютно-финансовую систему, совершенствовать систему международных расчетов и обеспечить экономический рост [94]. Это процесс координации валютной политики, формирования наднационального механизма валютного регулирования, создания межгосударственных валютно-кредитных и финансовых организаций [95].

Основные цели валютной интеграции: укрепление позиций национальных валют; совершенствование финансовых рынков с достойной инфраструктурой и финансовыми инструментами, соответствующих уровню крупнейших мировых рынков; получение статуса полноправного субъекта в мировом масштабе.

Основными факторами, обуславливающими развитие валютной интеграции, являются:

- глобализация, интернационализация мировой экономики и глобальная конкуренция, усиливающие взаимозависимость стран и тенденции формирования многополярности на мировой арене, в том числе увеличение роли Китая в мировой экономике;
- либерализация валютно-финансовой системы национальных экономик, усиление интегрированности национальных хозяйств в МВС;
- доминирование финансового сектора над остальными секторами мировой экономики;
- снижение доли реальных мировых финансовых потоков и активизация виртуальных мировых финансов, создающих виртуальный воспроизводственный процесс;
- усиление экспансии ТНК и ТНБ в финансово-банковской сфере;
- научно-техническое и информационно-коммуникационное развитие, которое усиливает связь мировых финансовых центров, снижая транзакционные издержки и время;
- огромный приток спекулятивного капитала в национальные экономики, провоцирующий развитие мыльных пузырей и соответственно финансовых кризисов;

- расширение традиционных финансовых инструментов, применение нетрадиционных мер регулирования ДКП, валютные войны и зависимость остальных стран;

- повышение значения социальных аспектов в условиях глобализации, которые приводят к жесткой бюджетной экономии, вызванной высоким внешним долгом и дефицитом государственного бюджета.

Все вышеперечисленные предпосылки в итоге оказывают сильное воздействие на движение мирового капитала вследствие волатильности курсов национальных валют и процентных ставок и способствуют тому, что финансовый сектор становится самой рискованной и нестабильной частью мировой экономики. Валютная интеграция является одним из выходов в сложившихся условиях.

Предпосылки, способствующие процессу международной валютной интеграции:

1) Стимулом для создания большинства международных интеграционных объединений стала политическая воля лидеров заинтересованных стран. Эффективная деятельность крупных политиков прослеживается в межстрановом сотрудничестве, в частности в денежно-кредитной сфере. В основном активная политическая инициатива исходит от страны-лидера будущего интеграционного объединения, которая пытается максимально использовать преимущества интеграционного процесса, в том числе путем укрепления и интернационализации своей национальной валюты.

2) Приблизительно равнозначные показатели экономического развития стран - участниц. Эволюция функционирования валютных объединений показывает, что процесс интегрирования между странами с примерно одинаковым уровнем развития более результативный. При объединении стран с разным уровнем развития интеграционные процессы замедляются выравниванием экономических показателей, чаще всего за счет стран-лидеров группировки, что также негативно отражается и на их экономике. Экономическая и политическая сила стран-лидеров влияет на совместные решения группировки, которые могут противоречить интересам более слабых стран.

3) Региональное соседство стран. Географически близкие страны находятся в тесной торгово-экономической и политической взаимосвязи, имеют схожие интересы и позиции в мировой экономике.

4) Устойчивое экономическое развитие стран-участниц. Экономические и политические кризисы, влияющие на общие показатели объединения, являются основными причинами дезинтеграционных процессов. Успех валютной интеграции зависит от стабильности цен и либеральной денежно-кредитной политики стран-участниц, которой часто жертвуют ради спасения национальной экономики при кризисе.

5) Формирование наднациональных органов регулирования. Передача определенных полномочий национальных правительственных органов и инструментов их реализации коллективному директивному органу

обеспечивает эффективное сотрудничество и учет интересов всех стран участниц, побуждает к коллективному рассмотрению общих проблем. Единая база общих требований, принципов, стандартов на наднациональном уровне регулирования, регламент выполнения поставленных целей и задач повышают результативность деятельности объединения [96].

Как показывает исторический опыт, валютная интеграция осуществляется в трех основных формах:

1) Сотрудничество на уровне формирования системы взаимных платежей и расчетов. Данную форму сотрудничества практикуют страны с относительно слабыми и ограниченно конвертируемыми национальными валютами, а также имеющие дефицит валютных резервов в свободно конвертируемых валютах.

2) Сотрудничество на уровне регулирования курсов национальных валют стран-участниц. Данная форма применяется странами, обладающих достаточными валютными резервами, а также достигших конкретных результатов в рамках объединения.

3) Сотрудничество, преобразовавшееся в валютный союз. Валютный союз - это форма экономической и политической интеграции между странами, при которой участницы союза ограничивают свою самостоятельность в проведении валютно-финансового регулирования, в частности проведение девальвации и ревальвации, а также снижается возможность получения сеньоража в пользу продвижения региональной валютной интеграции.

Форма валютной интеграции устанавливается в соответствии с уровнем развития экономик стран – участниц, интенсивностью сотрудничества и предполагаемых целей в рамках интеграционного процесса.

В современной экономической литературе присутствует путаница понятий «валютный союз», «валютная зона», «валютные группировки» и в большинстве случаев они используются как синонимы. Создание валютного союза характеризуется введением в обращение единой для стран-участниц новой валюты. Валютная зона - зона валютного доминирования определенной валюты страны-гегемона, выполняющей функции платежного и резервного средства, в пределах которой проводится единая валютная политика. В рамках валютной группировки не вводится единая валюта, а устанавливается валютный паритет между валютами стран-участниц, проводится тесное взаимодействие и унификация деятельности валютно-финансовых институтов, регламентируется порядок механизма валютно-финансовой сферы.

Валютный союз - формальное межгосударственное соглашение, стабильность которого обуславливается выполнением следующих требований:

- создание коллективных финансово-кредитных институтов в целях разработки и проведения единой финансовой (налоговой и бюджетной) и денежно-кредитной (кредитной, валютной, антиинфляционной) политики;
- формирование централизованных финансовых фондов для обеспечения мероприятий по реализации финансовой и денежно-кредитной политики;
- организация межгосударственной системы межбанковских расчетов, обеспеченной соответствующей инфраструктурой и технологиями;

- либерализация и объединение денежных, кредитных, фондовых рынков стран-участниц, устранение ограничений движения капитала;
- разработка и ратификация унифицированного налогового и банковского законодательства, единых стандартов финансового надзора, валютного регулирования. В рамках валютно-финансовой интеграции предполагается формирование общего валютного пространства, создание валютного союза. Однако достижение завершающего этапа валютно-финансовой интеграции является крайне сложным, противоречивым и очень длительным процессом;
- введение единой базовой региональной валюты или фиксация обменных курсов национальных валют стран-участниц на основе формирования единого валютного пространства [97].

Страны, входящие в валютный союз сталкиваются с основными проблемами, такими как обеспечение либерализации потоков капиталов, привлечение прямых иностранных инвестиций, стабилизация экономики и сокращение инфляции. После устранения данных проблем актуальным становится вопрос о том, какую валюту применять в качестве платежного средства в рамках единого валютного пространства?

Интеграция стран в валютной сфере может развиваться на основе применения следующих форм международных расчетов:

- Договоренность стран о взаимном применении их национальных валют в качестве законного платежного средства как на территории каждого из них, так и во взаимных международных расчетах. В качестве примера можно привести союз между Бельгией и Люксембургом 1921 г.

- Введение коллективной расчетной денежной единицы на основе валютной корзины. Коллективная валюта функционирует параллельно с национальными валютами стран-участниц и применяется во взаимных внешнеэкономических сделках. Курс национальных валют стран-участниц строго фиксируется между собой, пока не будет достигнута полная валютная интеграция. Данная форма международных расчетов является промежуточной и имеет ограниченное применение.

Появление международных расчетных единиц связывается с мировым экономическим и валютным кризисом в 1930-гг, использование которых ограничивалось межгосударственными соглашениями и операциями международных организаций. Так, Банк международных расчетов в качестве основного капитала использовал золотой швейцарский франк; Европейский платежный союз (1950-1958 гг.) применял в качестве валюты многостороннего валютного клиринга эпунит, который был обеспечен золотым содержанием. С 1960-х гг. функции международных валютных единиц расширились использованием в качестве валюты международных займов, а с 1970-х гг. в качестве базового стандарта определения валютных курсов.

В рамках Европейского экономического сообщества с 1958-1978 гг. использовалась Европейская расчетная единица, затем с 1979-1988 гг. европейская валютная единица ECU, основанная на корзине национальных валют. ECU в значительной степени способствовала развитию расчетов между

странами ЕЭС и играла важную роль в системе стабилизации курсов их национальных валют. Она успешно просуществовала вплоть до введения евро.

Экономический блок социалистических стран - Совет экономической взаимопомощи использовал в качестве средства платежа переводной рубль. ЕСУ и переводной рубль применялись исключительно в безналичных расчетах параллельно с национальными валютами. В странах Азии, Африки и Латинской Америки также были введены счетные единицы, среди которых весомое значение имели расчетный динар Арабского валютного фонда и андское песо Андского пакта [98];

Коллективная расчетная единица не предполагает тесную экономическую интеграцию и ограничена сферой обращения по сравнению с единой валютой валютного союза, а также используется параллельно с национальной валютой. Основными задачами стран – участниц этого типа региональной интеграции являются построение эффективной системы взаимных международных расчетов, расширение финансового пространства, покрытие дефицита ликвидных иностранных валют.

- Одностороннее принятие валюты более сильной «якорной» страны. Этот метод стабилизации национальной валютной системы применяют постколониальные страны, «карликовые» государства и небольшие экспортозависимые страны, где национальная слабая валюта замещается стабильной и более ликвидной иностранной денежной единицей. Например, ряд стран в настоящее время используют доллар США, в том числе Панама, Сальвадор, Эквадор, а также ряд небольших стран и стран Карибского бассейна и Тихого океана. Свазиленд, Лесото и Намибия используют южноафриканский рэнд. Как австралийский, так и новозеландский доллары используются рядом стран Тихого океана; Лихтенштейн использует швейцарский франк; и т.д. В прошлом ряд стран использовали валюту своего колонизатора. Так, более 50 зависимых стран использовали британский фунт стерлингов в то или иное время.

На практике выделяются официальная и неофициальная долларизация. Неофициальная долларизация происходит тогда, когда валюта иностранного государства широко циркулирует, но формально не является национальной валютой. В таких случаях малая страна фактически отказывается от своего права на суверенную денежно-кредитную политику, теряя возможность самостоятельно влиять на свои обменные и процентные ставки, которые определяются интересами страны-якоря. Замещение проводится с целью защитить свою национальную экономику от будущих валютных кризисов и импортировать лучшую денежно-кредитную политику. Логика проста, отсутствие национальной валюты минимизирует риски валютного кризиса и обесценения национальной валюты. Несмотря на транзакционные риски, связанные с иностранной валютой, ограничения в определенной степени экономического суверенитета, возобновляется доверие к валюте, но иностранной, которая уже широко используется частным сектором

(долларизация), долгосрочные процентные ставки снижаются, что при данной ситуации положительно влияет на экономический рост.

Сокращение национальных валют может провести с одной стороны к коллективному решению двух или более стран сформировать полноценный валютный союз, либо при одностороннем решении одной страны принять валюту другой страны, к долларизации или евроизации, в зависимости от принятой иностранной валюты. Создание и применение в качестве наднациональной расчетной единицы – региональной валюты.

В настоящее время в мире существуют практически все указанные формы валютной интеграции (Таблица 4).

Таблица 4 - Формальные и неформальные валютные объединения, по состоянию на 2018 г.

Валютный союз, год создания	Участники	Денежно-кредитная политика
1	2	3
Формальные валютные союзы		
Валютная зона швейцарского франка (1920)	Швейцария, Лихтенштейн	Денежно-кредитная политика проводится Швейцарским национальным банком, в Лихтенштейне как государстве, ассоциированным со Швейцарией, отсутствуют центральный банк и национальная валюта
Западноафриканский франк (1945) CFA – французские африканские колонии	Бенин, Буркина-Фасо, Гвинея-Бисау, Кот-д'Ивуар, Мали, Нигер, Сенегал, Того	Единая денежно-кредитная политика Центральный банк государств Западной Африки, фиксация валютного курса к евро, фактическая зависимость от политики еврозоны
Центральноафриканский франк (1945) CFA	Габон, Камерун, Республика Конго, Центральноафриканская Республика, Чад, Экваториальная Гвинея	Единая денежно-кредитная политика Банк государств Центральной Африки, фиксация валютного курса к евро, фактическая зависимость от политики еврозоны
Французский тихоокеанский франк (1945)	Новая Каледония, Французская Полинезия, Уоллис и Футуна	Денежно-кредитная политика Institut d'émission d'Outre-Mer (Эмиссионный институт заморских территорий Франции), фиксация валютного курса к евро, фактическая зависимость от политики еврозоны

продолжение таблицы 4

1	2	3
Восточно – Карибский валютный союз (1965) OECS (восточно-карибский доллар) - Организация Восточно-карибских государств	Ангилья, Антигуа и Барбуда, Гренада, Доминика, Монтсеррат, Сент-Винсент и Гренадины, Сент-Китс и Невис, Сент-Люсия	Единая денежно-кредитная политика Восточно-Карибский Центральный банк, фиксация валютного курса к доллару США
Еврозона (1999)	<p>Страны валютного союза: Австрия, Бельгия, Германия, Греция,</p> <p>Ирландия, Испания, Италия, Кипр, Латвия, Литва, Люксембург, Мальта, Нидерланды, Португалия, Словакия, Словения, Финляндия, Франция, Эстония</p> <p>Европейские микросообщества за пределами ЕС: Андорра, Ватикан, Монако, Сан-Марино</p> <p>Заморские владения Франции: Майотта, Сен-Бартелеми, Сен-Пьер и Микелон, Французские Южные и Антарктические территории</p> <p>Британские независимые территории: Акротири и Декелия (Кипр)</p> <p>Независимые государства Европы: Косово, Черногория</p> <p>Другие страны, координирующие политику с валютным союзом: Дания, Болгария</p>	<p>Евро является официальной денежной единицей, единая денежно-кредитная политика</p> <p>Европейский центральный банк</p> <p>Действуют соглашения с ЕС, позволяющее использовать банкноты в евро и выпускать собственные монеты</p> <p>Использование евро на правах «Особых территорий государств – членов Европейского союза»</p> <p>Использование евро на правах «Особой территории государства – члена Европейского союза»</p> <p>Одностороннее использование евро в качестве официальной денежной единицы</p> <p>Денежно-кредитная политика проводится национальным центральным банком, однако валютный курс зафиксирован к евро</p>
Валютная зона сингапурского и брунейского доллара (1967)	Бруней, Сингапур	Денежно-кредитная политика проводится национальными денежными властями, однако допускается взаимное обращение валют, между валютами установлен фиксированный обменный курс
Валютная зона южноафриканского рэнда (1974)	Члены Южноафриканского таможенного союза: ЮАР, Лесото, Намибия	Денежно-кредитная политика проводится национальными денежными властями, допускается обращение южноафриканского рэнда, обменные курсы зафиксированы к рэнду

продолжение таблицы 4

1	2	3
Неформальные валютные союзы		
Валютная зона гонконгского доллара (1977)	Гонконг, Макао	Гонконгский доллар частично обращается на территории Макао, курс патаки Макао зафиксирован к гонконгскому доллару, который, в свою очередь, зафиксирован к доллару США
Валютная зона австралийского доллара (1970-е гг.)	Кирибати, Науру, Тувалу, о-в Норфолк, о-в Рождества, Территория Кокосовых о-в	Одностороннее использование австралийского доллара независимыми государствами, заморскими территориями Великобритании, австралийскими внешними самоуправляемыми территориями
Валютная зона доллара США (1980-е гг.)	США, Американское Самоа, Виргинские о-ва (США), Внешние малые о-ва США, Восточный Тимор, Гуам, Зимбабве, Карибские Нидерланды (Бонэйр, Синт-Эстатиус и Саба), Маршалловы о-ва, о-в Уэйк, о-ва Теркс и Кайкос, Палау, Панама, Пуэрто-Рико, Сальвадор, Северные Марианские о-ва, Федеративные Штаты Микронезии, Эквадор,	Одностороннее использование доллара США независимыми государствами и организованными территориями США
Валютная зона новозеландского доллара (1980-е гг.)	О-ва Питкэрн, о-ва Кука, Токелау, Ниуэ	Одностороннее использование новозеландского доллара заморской территорией Великобритании и территориями, свободно ассоциированными с Новой Зеландией
Валютная зона фунта стерлингов (1970-е гг.)	Великобритания, Британская Антарктическая территория, Британская территория в Индийском океане, Фолклендские о-ва, Гернси, Гибралтар, о-в Джерси, о-в Мэн, о-ва Святой Елены, Вознесения и Тристан-да-Кунья, Южная Георгия и Южные Сандвичевы о-ва	Одностороннее использование фунта стерлингов британскими заморскими территориями и коронными владениями Великобритании
Валютная зона российского рубля (2000-е гг.)	Россия, Абхазия, Южная Осети	Одностороннее использование рубля частично признанными государствами
	территория комплекса Байконур (Республика Казахстан)	официальное платежное средство, используемое параллельно с тенге

Примечание – составлено автором на основе источников [99, 100, 101, 102]

Принципы формирования и критерии валютного союза наиболее полно выявляются на примере таких формирований, как Европейский валютный союз, зона АМУ (Asian monetary unit) стран Юго-Восточной Азии, зона золотого динара в рамках Совета сотрудничества арабских стран Персидского залива, зона африканского франка и Восточно-Карибского доллара.

Предпосылками валютной интеграции в ЕС стали: 1) необходимость валютной стабилизации в условиях растущей взаимозависимости национальных экономик при свободном движении факторов производства; 2) необходимость защиты стран региона от внешних потрясений; 3) наличие сформированных рыночных экономик; 4) намерение усилить экономические и политические позиции в мире, в том числе ограничить влияние доллара США.

После Азиатского финансового кризиса (1997 г.) страны Азиатского региона активизировали свою деятельность по региональному сотрудничеству в финансовой сфере с целью стабилизировать валютную систему, ослабленную атаками международных валютных спекулянтов и влиянием американской валюты, сократить зависимость от конъюнктуры мировых рынков и международных организаций.

Лидером в Азиатско-Тихоокеанском регионе в данном направлении является Ассоциация государств Юго-Восточной Азии (АСЕАН) в силу имеющейся производственной кооперации и внешнеторговых связей между странами – участницами (Бруней, Вьетнам, Индонезия, Камбоджа, Лаос, Малайзия, Мьянма, Сингапур, Таиланд, Филиппины). Экономическая интеграция развивалась на основе Соглашения зоны преференциальной торговли (1977 г.), Соглашения о создании зоны свободной торговли (1992г.), Соглашения о единых действующих льготных тарифах стран АСЕАН (1992 г.), Рамочного соглашения о создании зоны инвестиций (1998 г.). В 2003 г. лидеры АСЕАН объявили о старте создания Экономического сообщества, который должен сформироваться к 2025 г. [103].

Основные предпосылки финансовой интеграции следующие:

- азиатский кризис 1997-1998 гг., который серьезно отразился на финансовом состоянии многих стран восточной Азии;
- не соответствующая современным реалиям доля квот азиатских стран в МВФ, недостаточное количество голосов стран Азии в обсуждении международных валютно-кредитных вопросов;
- развитие регионализма, в частности, создание Европейского Союза;
- растущая степень взаимозависимости азиатских стран.

В направлении развития валютно-финансовых отношений в 1975г. был учрежден Азиатский клиринговый союз, в 1966г. Азиатский банк развития.

Региональное валютное укрепление Ассоциации стран Юго-Восточной Азии привело к заключению Чиангмайской инициативы в 2000 г., которая была учреждена АСЕАН + 3 (Япония, Южная Корея и Китай). Это соглашение выражалось в проведении своп - операций между центральными банками двух стран в целях стабилизации курсов своих валют на мировом рынке, урегулирования краткосрочных проблем, связанных с нехваткой ликвидности

при расчетах между странами региона. Финансовая взаимопомощь государств региона позволяла снижать зависимость от финансовой поддержки международных организаций, в том числе МВФ. С 2010 г. двухсторонние своп - соглашения переросли в многосторонние валютные пулы. Согласно Чиангмайской инициативе, монетарные власти должны вести сотрудничество в области протекционизма национальных валют от неблагоприятной конъюнктуры мирового валютного рынка для предотвращения валютного кризиса в будущем. В качестве основного инструмента валютного контроля в 2006 г. была введена виртуальная корзина валют АМУ, основанная на 13 валютах стран азиатского региона. Позже в корзину были добавлены валюты Новой Зеландии, Индии, Австралии (АМУ-wide). АМУ применяется как индикатор колебаний валют стран региона по отношению к мировым валютам. В 2013г. Азиатским банком развития была введена клиринговая азиатская счетная единица АСУ (Asian Currency unit) в безналичном обороте, прикрепленная к SDR. АСУ формируется на основе корзины валют стран-участниц, доллара США, евро, и отражает пропорционально валовой национальный продукт и объемы внешней торговли. Предполагается, что АСУ в перспективе может стать полноценной региональной валютой.

Введение АСУ может уменьшить зависимость экономик азиатских стран от иностранной валюты. Отметим, что в Азиатских странах сосредоточена огромная часть сбережений, которые при любом недостатке ликвидных финансовых инструментов выводятся за пределы региона, особенно в США. Аналитики надеются, что с введением АСУ эту проблему также удастся постепенно решить, и это может уменьшить предрасположенность региона к внешним шокам. Однако внешняя торговля стран АСЕАН составляет около 80 %, а торговля внутри региона 20 %, поэтому страны АСЕАН больше обеспокоены стабильностью валюты по отношению к основным международным валютам, таким как доллар США и евро. Кроме того, экономические агенты, привыкшие заключать сделки в иностранной валюте, могут не захотеть переходить на АСУ. Чтобы «подстегнуть» интерес к новой валютной единице, центральным банкам стран азиатского региона необходимо будет использовать АСУ в качестве резервной валюты или валюты, используемой при заключении сделок.

В целях поддержки создания Экономического сообщества, в 2003 г. была одобрена Дорожная карта валютной и финансовой интеграции АСЕАН, которая направлена на развитие рынка капитала, либерализацию финансовых услуг, включая банковскую интеграцию, либерализацию счета операций с капиталом, развитие рынка капитала и гармонизированной системы платежей и расчетов. Хотя финансовая интеграция в рамках АСЕАН достигла значительного прогресса на современном этапе, экономическая неоднородность, в том числе финансовых рынков, националистический протекционизм, политические проблемы, лежащих в основе конкуренции между Китаем и Японией становятся преградой для более глубокой интеграции.

Интересен опыт регионального экономического сотрудничества Совета сотрудничества арабских государств Персидского залива (ССАГПЗ). Задуманный как региональный альянс по безопасности, созданный в 1981 г. в составе Бахрейна, Кувейта, Омана, Катара, Саудовской Аравии и Объединенных Арабских Эмиратов (ОАЭ), ССАГПЗ в 2003 г. становится Таможенным союзом, а в 2008 г. превращается в общий рынок.

Предпосылками интеграции в рамках Совета сотрудничества арабских государств являются обретение независимости, угрозы региональной безопасности, распространение региональных торговых соглашений во всем мире и растущие силы глобализации, которые способствовали усилению интеграционных процессов. Кроме того, страны-участницы имеют сходства и историческую общность. Сходства заключаются в следующем: 1) зависимость от экспорта сырья; 2) схожесть социальных и политических структур; 3) экономики стран-участниц являются открытыми, основанные на свободной торговле и движении капитала; 4) обменный курс национальных валют прямо или косвенно привязан к доллару США; 5) страны ССАГПЗ имеют общую структурную зависимость от рабочей силы экспатриантов, что создает проблемы в долгосрочной перспективе; 6) диверсификация вне сектора углеводородов остается общей целью для всех членов ССАГПЗ.

Усилия по интеграции ССАГПЗ возобновились после кризиса 1997–1998 гг. В декабре 2001 г., после медленного старта, государства-члены подписали Экономическое соглашение по дальнейшему развитию торговли, инвестиций, созданию единой валюты и другим экономическим вопросам.

Запланированное создание единой валюты в 2010 г. было отложено, поскольку Оман и ОАЭ отказались вступать в валютный союз. Тем не менее, оставшиеся четыре страны-члены в 2010 г. подписали Соглашение о создании валютного союза и объявили о создании Валютного совета в Эр-Рияде с целью противостоять внешним шокам и валютной спекуляции, которые дестабилизировали национальные валюты стран региона, а также с политической точки зрения с целью возрождения халифата. Согласно Соглашению о создании валютного союза предполагается развитие необходимой финансовой инфраструктуры, включая платежные и расчетные системы, статистических систем, введение единого банковского регулирования. Роль Валютного совета как предшественника центрального банка ССАГПЗ заключается в подготовке такой инфраструктуры, формировании и координации денежно-кредитной политики, контроле над соблюдением критериев конвергенции, введении единой валюты.

Соглашение о валютном союзе гарантирует независимость будущего центрального банка. Тем не менее, решения совета требуют абсолютного большинства голосов стран-участниц при принятии решений. Это означает, что, несмотря на притязания на независимость, валютный совет ограничен как наднациональный институт, вследствие нежелания стран ССАГПЗ отказываться от своего национального суверенитета.

Предполагалось, что новая региональная валюта станет альтернативой доллару США. Золотой динар должен быть полностью обеспечен золотым содержанием, что способствует: 1) созданию стабильного расчетного средства, которое не нужно хеджировать; 2) стабильности цен на национальных рынках и снижению инфляции; 3) снижению зависимости стран региона от внешних факторов, в частности долларизации [104]. Однако степень зависимости от внешней конъюнктуры стран региона значительная, поскольку США и Европа являются основными торговыми партнерами.

В рамках проекта «золотой динар» в 2000г. была создана банковская электронная платежная система E-Dinar, позволяющая конвертировать валюты через котировки к золоту. Основным преимуществом системы E-Dinar является защита от инфляционных рисков.

Факторами, затрудняющих формирование данного валютного союза являются: 1) обособление мусульманского региона; 2) зависимость от доллара США; 3) значительный разрыв в социально-экономическом и политическом развитии; 4) отсутствие прозрачности региональных политических институтов; 5) отсутствие механизмов взаимного кредитования макроэкономических дисбалансов; 5) низкая внутрирегиональная мобильность факторов производства; 6) ограниченная внутрирегиональная торговля (около 7 %) по сравнению с зоной Евро (50 %) [105]. С другой стороны, небольшие размеры экономик и общность структуры производства являются благоприятными факторами для создания валютного союза.

Африканское финансовое сообщество делится на две валютные зоны: Западноафриканский валютный союз (1962 г.), который в 1994 г. был переименован в Западноафриканский экономический и валютный союз (ЗАЭВС) и Центральноеафриканский валютный союз (1972 г.), который в 1994 г. трансформировался в Центральноеафриканское валютно-экономическое сообщество (ЦАЭВС). Данные валютные образования выпускают две разные валюты, которые имеют одно и то же название: франк CFA (с фр. *colonies françaises d'Afrique* – французские африканские колонии) Западной Африки и франк CFA Центральной Африки. Обе валюты имеют одинаковую стоимость по отношению к другим валютам, были привязаны к французскому франку, а затем (после образования Европейского валютного союза) – к евро. Франк CFA имеет неограниченную конвертируемость в евро, фиксированный паритет наднациональной расчетной единицы к евро в обмен на обязательство стран-членов ЗАЭВС вносить 50 % своих резервных активов на операционный счет Казначейства Франции [106]. Валютное сотрудничество с Францией уменьшает риск неуплаты из-за нехватки ликвидности в иностранной валюте при проведении торговых операций, кроме того обеспечивает низкую инфляцию в течение многих лет. Таким образом, страны, входящие в зону CFA экономически более стабильны, чем остальные страны Африканского региона.

Предпосылками создания ЗАЭВС стали формирование зоны свободной торговли. Основопологающими целями являлись унификация законодательной базы, внедрение единой таможенной политики, взаимное согласование

экономической политики. По сравнению с Центральноафриканским сообществом, Западноафриканский экономический и валютный союз более продвинутое валютное объединение. В настоящее время в ЗАЭВС восемь государств-членов: Бенин, Буркина-Фасо, Кот-д'Ивуар, Гвинея-Бисау, Мали, Нигер, Сенегал и Того. Несмотря на то, что ЗАЭВС является одним из самых быстрорастущих регионов в странах Африки к югу от Сахары, все участники союза имеют низкий уровень дохода, являются политически нестабильными, чистыми импортерами нефти, обладающими небольшой экспортной базой, что способствует высокой зависимости от торговых шоков. Внутрорегиональная торговля достигает всего 10 % от общего товарооборота, несмотря на единую валюту и отсутствие тарифных барьеров. Отсутствие необходимой инфраструктуры и эффективной институциональной базы способствует ограниченному притоку международных инвестиций.

Основой финансовой системы ЗАЭВС является Центральный банк государств Западной Африки (фр. Banque Centrale des Etas de l'Ouest – BCEAO), который объединяет валютные резервы союза, осуществляет эмиссию франка CFA, проводит единую региональную валютную политику, контролирует банковскую деятельность, оказывает помощь государствам-членам WAMU.

ЦАЭВС было создано в 1994 г. и начало функционировать в 1999г. на базе Таможенного и экономического союза Центральной Африки (1964 г.) в составе шести государств: Габон, Камерун, Центральноафриканская Республика (ЦАР), Чад, Республика Конго и Экваториальная Гвинея. Основные цели Сообщества: сближение и мониторинг национальной экономической политики, координация региональной политики и постепенное создание единого рынка. Основные институты, регулирующие валютно-финансовые отношения – Валютный союз (UMAC) и Экономический союз (UEAC), Банк государств Центральной Африки (фр. Banque des Stats de Afrique Centrale – BEAC).

Официально ЦАЭВС стал зоной свободной торговли к концу 2000 г., однако свободное передвижение граждан ограничено, а многие тарифные и нетарифные барьеры все еще существуют, что объясняется низким уровнем внутрорегиональной торговли.

В целом, несмотря на то, что африканские государства достаточно давно начали участвовать в процессах экономической и валютной интеграции, низкий уровень экономического и социального развития, низкая производительность, протекционизм, высокая внешняя задолженность, политические проблемы и др. аспекты ограничивают развитие данного процесса. Наднациональная расчетная единица позволяет получить выгоды от сближения экономик, однако жесткая привязки франка CFA к евро ставит в зависимое положение африканские государства от экономической политики европейских государств.

Также, одним из ведущих региональных объединений является Экономическое сообщество западноафриканских государств (ЭКОВАС) в составе 16 стран, 8 из которых страны-члены ЗАЭВС, созданное в 1975 г. с целью расширения интеграционных процессов до экономического и валютного

союза. В 2000 г. лидерами объединения было принято решение отказаться от своего денежного суверенитета и в 2020 г. ввести новую общую валюту – ЕСО, эмиссию которой и ДКП будет проводить один центральный банк. Причинами перехода к валютному союзу являются содействие улучшению макроэкономической политики и улучшение соответствующих условий региональной интеграции, включая региональную торговлю [107].

Страны, желающие вступить в ЕСО, должны соответствовать некоторым критериям конвергенции, направленным на поддержание макроэкономической стабильности. ЭКОВАС требует, чтобы члены поддерживали бюджетный дефицит не выше 3 процентов ВВП, а уровень инфляции ниже 5 процентов, стабильный обменный курс и государственный долг ниже 70 процентов ВВП. Однако ни одна страна ЭКОВАС не удовлетворяет всем критериям, что говорит о том, что возможно 2020 г. не будет крайним сроком. Стоит отметить, что те страны ЭКОВАС, которые в настоящее время имеют общую валюту (франк CFA), удовлетворяют большинству этих требований, в отличие от стран с денежным суверенитетом.

Валютный союз с независимым центральным банком, целью которого является экономический рост посредством стабильности цен, не является решением повышения уровня жизни в африканских странах. Странам необходимо провести структурные реформы, направленные на укрепление их политических и экономических институтов, привлечение иностранных инвестиций и создание благоприятной для бизнеса атмосферы, которая позволит предпринимателям полностью раскрыть свой потенциал.

Предпосылками создания Восточно-Карибского валютного союза (ВКВС) являются то, что небольшие экономики всех стран-участниц открытые и имеют схожую структуру, в значительной степени зависимые от импорта и туризма. Экспорт относительно ограничен, хотя некоторые страны экспортируют сельскохозяйственную продукцию, такую как бананы и какао. Все страны ВКВС говорят по-английски, имеют общую историю и культуру. В рамках валютного союза действует зона свободной торговли и свободное перемещение трудовых ресурсов. В отсутствие валютного союза небольшие размеры экономик могли бы подвергнуть их опасной дестабилизирующей валютной нестабильности.

Главным денежно-кредитным регулятором ВКВС является Восточно-карибский центральный банк (ВКЦБ), созданный в 1983 г., который устанавливает фиксированный обменный курс, используемого в этом регионе валюты – карибского доллара по отношению к доллару США. Основными задачами ВКЦБ является гибкость ДКП, стабильность внешней стоимости валюты, управление резервами общего пользования, предоставление кредитов странам или банкам в случае необходимости [108].

Положительный опыт членов ВКВС подтверждается тем, что фиксированный обменный курс помог поддерживать низкую инфляцию и способствовал развитию финансового сектора. Объединение ресурсов помогло диверсифицировать риски, помогая государствам смягчить последствия

стихийных бедствий, позволяя им привлекать свободный капитал и обеспечивать постоянную конвертацию валюты. Кроме того, снижение транзакционных издержек при трансграничной торговле позволяет отечественным компаниям расширять конкурентоспособный импорт, и позволяет более эффективно предоставлять трансграничные государственные услуги.

Восточно-карибский доллар был привязан к доллару США по курсу 1 долл. США = 2,70 восточно-карибских долл. с 1976 г. и по сей день сохранил стабильность данной привязки. Однако существуют опасения, что обменный курс смещен, и страдает конкурентоспособность экспорта региона. Хотя страны союза входят в группу стран со средним доходом, темпы их долгосрочного роста остаются относительно низкими и составляют по итогам 2018 г. около 2,5 % [108]. Кроме того, высокий внешний долг подтверждает неэффективный контроль со стороны ВКЦБ. Мировой финансовый кризис усугубил рост долгов, что негативно отразилось на банковском секторе. Стихийные бедствия нанесли огромные финансовые убытки при восстановлении инфраструктуры. С 2010 г. Антигуа и Барбуда, Сент-Китс и Невис и Гренада объявили дефолт и реструктурировали свой долг.

Благодаря стабильному обменному курсу идет медленное восстановление экономического роста. Валютный совет ВКЦБ, в состав которого входят все министры финансов, планирует достичь уровня долга в 60 процентов ВВП к 2030 г., однако бюджетная корректировка является спорным вопросом. Таким образом, в ВКВС фискальная интеграция отстает от монетарной интеграции.

Ряд созданных валютных союзов распались. В рамках Латинского валютного союза (1865 –1927гг), созданный Францией, Бельгией, Италией и Швейцарией (позднее к ним присоединились Греция, Румыния и другие), золотые и серебряные монеты были стандартизированы, стали законным платежным средством и свободно обменивались между странами в целях расширения торговли. Валютный союз был успешным и расширялся, однако, в 1920-х гг. распался из-за Первой мировой войны, а также других политических и экономических трудностей. Война также ознаменовалась распадом Скандинавского валютного союза (1875–1917 гг.), куда входили Дания, Норвегия и Швеция. Экономический союз между Бельгией и Люксембургом, который начался в 1921 г., был поглощен Европейским валютным союзом. Также распались и валютные союзы рублевой зоны в 1992 г., в Чехословакии в 1993 г. Основными причинами распада валютных союзов, исходя из опыта, являются как экономические противоречия, в том числе разнородность применяемой денежно-кредитной политики, так и политические разногласия.

Таким образом, в условиях быстрого роста трансграничной конкуренции между валютами формирование новых валютных союзов в разных регионах практически неизбежно. Региональные и мировые финансовые кризисы выявили незащищенность развивающихся стран от валютных шоков, вызванных политикой, проводимой в остальном мире. Тенденция активизации регионального сотрудничества в финансовой сфере является ответной реакцией

развивающихся стран, в особенности на господствующее положение доллара США.

Интеграция валютно-финансовых систем стран приносит как значительные выгоды и преимущества, так и издержки. Основные цели стран, намеревающихся вступить в валютный союз: усиление позиций стран-участниц в глобальном масштабе и расширение зоны влияния, стабилизация национальных валютных систем, сокращение зависимости от конъюнктуры мировых рынков и международных организаций, снижение валютных рисков, сокращение транзакционных издержек, и усиление противостояния кризисам при условии эффективного регулирования внутрирегиональных финансовых отношений. В то же время потеря суверенитета при проведении финансовой политики, риск асимметричных шоков, адаптационные издержки при введении новой валюты, увеличение разрыва между лидирующими странами и менее развитыми в рамках союза могут принести больше потерь, чем выгод, т.е. формирование региональных валютных союзов в мире не всегда является эффективным решением.

Мировой опыт образования валютных союзов многообразен, в мире насчитывается более 100 интеграционных объединений, которые характеризуются своей неоднородностью и уникальностью. Однако не все из них были полностью реализованы и получили дальнейшее развитие. Из всех региональных союзов только ЕС достиг высокого уровня интеграции, а евро стал полноценной региональной валютой. Для большинства же существующих в мире объединений, несмотря на имеющиеся возможности перехода к валютному союзу, наиболее вероятным является формирование единого валютно-финансового пространства в силу имеющихся значительных внутрирегиональных противоречий и проблем, несоответствия экономического развития стран с формой интеграции. Переход от начальных этапов интеграционного процесса ЗСТ, ТС или общего рынка к формированию валютного союза требует от стран-участниц значительных усилий по совершенствованию экономических систем, в том числе функционирование рыночного механизма, эффективного использования ресурсов и рычагов государственного регулирования экономики, что говорит о сложности формирования валютного союза.

Активизация усилий странами по формированию валютных союзов или группировок, в большинстве случаев остаются проектами. В условиях нестабильной валютной системы перспективы реализации проектов неясны. Поэтому на этапе подготовки проектов необходимо проводить тщательный анализ экономических эффектов интеграции.

2.2 Экономические эффекты интеграции в валютно-финансовой системе

Выявление экономических эффектов валютно-финансовой интеграции, в целях усвоения «уроков» для стран, намеревающихся достичь стадии валютного союза, в частности государств Евразийского экономического союза

(ЕАЭС), представляется возможным на примере ЕС, как единственного наиболее законченного примера интеграционных инициатив в мировой практике.

Концепция евро возникла на основе теории оптимальных валютных зон, которая впервые выявила основные критерии, необходимые экономические условия для образования устойчивых и эффективных валютных объединений путем проведения анализа выгод и издержек.

Основоположителем данной теории является известный канадский экономист, лауреат Нобелевской премии Роберт Манделл. Оптимальная валютная зона по Р. Манделлу – это объединение стран, наиболее приспособленных к условиям использования единой валюты или режима фиксированных паритетов и курсов между их национальными денежными единицами, а единая валюта как средство обеспечения международных экономических отношений [109].

Согласно Манделлу, существует четыре основных критерия оптимальной валютной зоны:

1) Большой, доступный и интегрированный рынок труда, который позволяет работникам свободно перемещаться по всей территории и сглаживать безработицу в любой отдельной зоне.

2) Гибкость ценообразования и заработной платы, а также мобильность капитала, позволяющие устранить региональные торговые дисбалансы и инфляцию.

3) Централизованный бюджет или контроль перераспределения доходов между странами-участницами, которые испытывают сложности с мобильностью рабочей силы и капитала. Это политически сложный вопрос, поскольку страны с профицитом, возможно, не захотят распределять свои излишки среди тех, кому не хватает.

4) Участвующие регионы имеют схожие экономические циклы, чтобы избежать шока в какой-либо одной стране. Под шоками подразумевается высокая волатильность валютных курсов, валютных резервов, платежного баланса. Таким образом, ЦБ сможет компенсировать экономические спады, способствуя росту и сдерживая инфляцию.

Концепция о решающей роли трудовой мобильности в ликвидации последствий шоков, заменяя гибкость цен, была эмпирически доказана в работе О. Бланшар и Л. Ф. Кац (1992). В работе был проведен анализ показателей безработицы в США за период 1950–1990 гг. и дано заключение, что вследствие мобильности труда в США, избыточное предложение рабочей силы сократилось из-за трудовой миграции в приграничные регионы. Под «оптимальной» зоной имеется в виду достижение странами-участницами баланса внешних и внутренних расчетов. Внутренний баланс – оптимальное соотношение инфляции и безработицы. Внешний баланс – равновесие платежного баланса [110].

О. Бланшар (2002), Г. Земанек (2010) в своих исследованиях отмечают, что низкая эластичность рынка труда снижает конкурентоспособность

периферийных стран еврозоны [111, 112]. Ограничение мобильности рабочей силы увеличивает безработицу, темпы инфляции, а также способствует дисбалансу бизнес - циклов в странах [113].

Однако эмпирические исследования мобильности рабочей силы как критерия ОВЗ характеризуются сложностью расчетов и подвергаются критике. На практике движение рабочей силы ограничивается национальными, культурными, религиозными различиями, материальными затратами, связанные с миграцией и другими факторами. Кроме того, не всякая свободная миграция рабочей силы полезна, если она сопровождается притоком в страну нетрудовых и криминальных мигрантов, вызывая негативные социально-экономические последствия в стране-реципиенте. В европейских странах ныне идет поиск мер, противодействующих огромному притоку нежелательных нетрудовых мигрантов. К тому же если учесть технологический прогресс, в современных реалиях труд менее задействован в производстве, нежели технологии, что сказывается на их большей мобильности.

Согласно Р. Манделлу, валютные зоны должны основываться на фиксированных валютных курсах общей валюты, так как некоторые небольшие страны не обладают достаточными валютными резервами для поддержания фиксированного валютного курса на национальном уровне. Только «система фиксированного обменного курса, основанная на достаточном резервном обеспечении, представляет собой как раз такой инструмент, который автоматически смягчает шоки, не нанося ущерба международному имиджу национальной валюты» [109, с. 129].

Противниками режима фиксированного валютного курса являются такие ученые как М. Фридмен (1953), Дж. Мид (1955) и Е. Зомен (1961), склоняющиеся больше к эффективности плавающего режима [113, 114, 115].

Согласно М. Фридмену, плавающие валютные курсы необходимы для поддержания внутреннего и внешнего равновесия в экономике стран с жесткими ограничениями относительно цен и заработной платы, так как регулирование платежных балансов при фиксированных валютных курсах в данных странах будет приводить к росту инфляции и безработицы. Плавающие валютные курсы обеспечивают автоматическое равновесие платежного баланса, с последующей корректировкой реальной заработной платы и уровня цен в экономике [113].

Исходя из данных утверждений для всех стран, независимо от уровня и размера экономики, предлагалась единая рекомендация применения режима плавающих валютных курсов. Однако эти рекомендации не учитывали степень дифференцированности интеграции страны в мировую экономику. Наиболее интегрированным странам, с точки зрения оптимальности мировой торговли, предпочтительней применение фиксированного валютного курса.

В 1963 г. американский ученый Р. Маккиннон обосновал открытость экономики как критерий ОВЗ. Чем выше отношение суммы экспорта и импорта страны к ее ВВП, тем больше преимуществ от присоединения к валютному союзу. Данный показатель должен быть не ниже коэффициента 1. Кроме того,

изучив влияние размеров экономики на валютные союзы, Маккиннон пришел к выводу, что малые страны более склонны к открытости экономик, страны – участницы валютного союза снижают риски при ассиметричных уровнях развития за счет диверсификации источников доходов (дивиденды, процентные и рентные выплаты из других стран) [116].

В 1969 г. американский ученый П. Кеннен предложил еще один критерий ОВЗ – диверсификация экономики. Участницей ОВЗ может стать страна с высоко диверсифицированной экономикой, благодаря которой снижается вероятность воздействия ассиметричных шоков на условия торговли, увеличивается приток инвестиций, сокращается безработица и инфляция, а также обладающая достаточными резервами для поддержания фиксированного валютного курса. Для стран со слабо диверсифицированной экономикой, согласно рекомендациям ученого, плавающий режим валютных курсов является более благоприятным [117].

Дж. Ингрэм (1969) вводит другой критерий ОВЗ – высокая степень финансовой интеграции экономик, что упрощает процесс корректировки валютного курса и способствует сбалансированному распределению капитала через более дешевые финансовые ресурсы других стран - членов, не подверженных рецессии [118].

В ряде эмпирических исследований Ж. Имбс (2004), Ф. Монгелли (2008) подтверждается прямая зависимость расширения финансовой интеграции и корреляции бизнес-циклов между странами, что сокращает издержки в процессе формирования валютной зоны [119, 120].

В 1970 г. Х. Джонсон обосновал новый критерий ОВЗ – унификация налоговых систем стран – участниц, поскольку налоговая конкуренция влияет на потоки факторов производства, которые стремятся туда, где налоговые ставки ниже [121].

Дж. Флеминг в 1971 г. выдвинул критерий – сходство темпов инфляции. При наличии разных показателей инфляции, процесс фиксирования валютных курсов осложняется, поскольку инфляция способствует удорожанию одной валюты по отношению к другой [122].

Ф. Монгелли в 2008 г., исследуя показатели инфляции отдельных стран еврозоны до и после вступления, пришел к выводу, что при сохранившихся расхождениях уровня роста цен, дисперсия темпов инфляции в странах, вступивших в еврозону, значительно сократилась [120].

Т. Флиппели (2011) утверждает, что разнотемповая инфляция в странах еврозоны приводит к укреплению курса евро в реальном выражении, что негативно отражается на конкурентоспособности и ведет к увеличению дефицита счета текущих операций. Ориентируясь на краткосрочную перспективу, автор пришел к выводу, что различия в инфляции не изменятся и для решения данной проблемы необходимо создание единого фискального механизма [123].

П. Кругман (1993) показал, что более интегрированные экономики за счет международной торговли и перемещения факторов производства обладают

минимальными макроэкономическими издержками и большими преимуществами при вхождении в валютный союз. Этому способствуют сокращение транзакционных издержек; снижение резкой динамики уровня цен; сокращение дисбаланса внешних шоков при свободном перемещении факторов производства [124].

Основные преимущества экономической интеграции достигаются за счет снижения волатильности валютных курсов. Так, издержки от валютных рисков, возникающих за счет разницы обменных курсов до вступления в союз, экспортеры включают в стоимость товара, что увеличивает стоимость экспорта и снижает конкурентоспособность. При фиксированном обменном курсе в рамках валютного союза, валютные риски исчезают [125].

Т. Байоми и Б. Айхенгрин (1997) выявили индекс ОВЗ. Анализируя уровень внешней торговли, влияния асимметричных шоков при выпуске, дохода от сокращения транзакционных издержек стран ЕС, авторы пришли к выводу о необходимости регулирования валютного курса в целях стабилизации. Увеличение волатильности номинальных валютных курсов будет информировать о готовности или неготовности вступления стран в валютный союз. Различная динамика изменения валютных курсов является следствием применения странами разных валютных режимов, неоднородностью степени экономического развития [126].

В 2002г. А. Алезина, Р. Барро, С. Тенрейро подтвердили целесообразность анализа корреляции шоков и их изменчивость, как критерия ОВЗ, показателем которого выступает волатильность двустороннего обменного курса. При высокой корреляции шоков, страны применяют схожие инструменты в разрешении кризисных ситуаций и стабилизации экономики. В данных условиях преимущества от вступления в валютный союз могут превышать издержки [127].

Взаимодействие центра и периферии в рамках валютного союза также рассматривается в теории ОВЗ. В исследовании Т. Байоми и Б. Айхенгрин (1993) на примере ЕС, выделяются центральные страны Германия, Франция, Дания страны Бенилюкс, где зависимость от шоков сравнительно выше, чем в странах периферии Италии, Испании, Португалии, Греции. Выводы исследования заключаются в том, что периферийные регионы способствуют ослаблению валютного союза в плане регулирования, устойчивости и эффективности [128].

Фельдштейн (2000) подчеркивает, что градация стран на центр и периферию, различия в экономических показателях способствуют возникновению политических противоречий между странами союза. Циклическая безработица в менее развитых странах выделяется автором как первостепенная причина конфликта [129].

Таким образом, теоретически и эмпирически обоснованные критерии ОВЗ, такие как свободное передвижение факторов производства, степень открытости экономики и уровень ее экономического развития, уровень диверсифицированности экономики, динамика инфляционных процессов,

конвергенция применяемых инструментов ДКП, масштаб воздействия на экономику стран асимметричных шоков определяют эффективность вхождения в валютный союз для стран участниц.

Стоит отметить, что страны ЕС на момент формирования валютного союза не соответствовали половине критериям теории ОВЗ. Все страны ЕС имели открытые экономики. Потоки капитала свободно передвигались, но движение рабочей силы было проблематичным. Наблюдалась несбалансированность эластичности заработной платы и цен. Все страны имели диверсифицированные экономики, кроме Греции, Португалии, Люксембурга. Внутренние и внешние шоки вынуждали экономики стран-участниц по-разному реагировать на них, что противоречит критерию ОВЗ. Различия в издержках адаптации обосновываются расхождением в применении методов государственного регулирования, а не структурными особенностями национальных хозяйств.

Только Германия, Франция, Австрия, Дания, Бельгия, Нидерланды, Люксембург практически полностью соответствовали требованиям, необходимых по теории ОВЗ при вхождении в валютный союз в 1991г. Таким образом, несоответствие требованиям, которые страны пытались достичь с момента создания союза, явилось основной причиной проблем суверенного долга ЕС. Такие периферийные страны, как Ирландия, Португалия, Испания и Греция после вступления в союз испытали замедление экономического роста, снижение международной конкурентоспособности, рабочая сила была непродуктивной из-за языковых, культурных и дистанционных проблем и различиями в уровнях заработной платы по всему валютному союзу. Поскольку эти экономики замедлились, произошел отток частного капитала в более сильные экономики, как еврозоны, так и за ее пределы. В связи с этим, теория ОВЗ в экономической литературе подвергается серьезной критике, поскольку не учитывает следующие положения: валютный союз увеличивает уровень однородности национальных хозяйств, сохранение фиксированных курсов с последующим возможным пересмотром требует огромных затрат на интервенции, которые могут негативно сказаться на национальной экономике.

Многие экономисты попытались провести эмпирический анализ влияния валютного союза на макроэкономические показатели. В данном направлении, одним из первых исследований была статья Э. Роуз и др., где была проведена оценка модели гравитационной панели с использованием двусторонних данных, с целью оценить влияние волатильности обменного курса и валютных союзов на международную торговлю. При оценке учитывались данные 186 стран за период 1970–1990 гг. В результате анализа утверждалось, что валютные союзы оказывают относительно высокое положительное влияние на международную торговлю, а следовательно, на производство и относительно небольшое негативное влияние на волатильность обменного курса. Согласно статистически значимым эффектам, было установлено, что объем торговли в Еврозоне увеличился в три раза при использовании единой валюты [130].

М. Пакко и Г. Уолл в своем исследовании пересматривают эмпирические доказательства, обнаруженные Э. Роуз. Авторы утверждают, что результаты, полученные Rose не надежны, так как полученный результат обусловлен смещением оценок, возникающим из-за отсутствия или не правильно определенных факторов, зависящих от времени, а не из-за принятия общей валюты. Результаты этого исследования, полученные с общей спецификацией, изменяющихся во времени факторов, показывают, что единая валюта фактически приводит к небольшому сокращению торговли в течение 5-летнего периода, хотя этот результат статистически не отличается от нуля. Авторы также считают, что за 10 и 20 лет объемы торговли более чем вдвое сократились в результате принятия единой валюты [131].

В работе Т. Перссона критически пересматриваются результаты Э. Роуз на основе использования простых, непараметрических оценок соответствия. Полученные результаты более умеренные, в отличие исследования, проведенное Rose. То есть влияние углубленной интеграции на торговлю оценивается слабее. Кроме того, автором подчеркивается, что результаты неясны и требуют дальнейшего изучения [132].

С. Тенрейро, пересматривая влияние совместного использования общей валюты на торговлю, применяет гравитационную модель, где используются годовые данные 200 стран за период 1978–1997 гг. Подчеркивается, что торговые потоки, которым придают нулевое значение между странами и которые делают эндогенный отбор в единой валютной зоне, могут привести к некоторым эконометрическим проблемам. Поэтому в исследовании утверждается, что из-за получения статистически незначимых результатов не было достигнуто больших и надежных результатов, как в предыдущих исследованиях [133].

М. Бун и Ф. Клаассен, используя динамическую панельную модель для ежегодного двустороннего экспорта, попытались выявить эффект евро. Двусторонние торговые показатели включают в себя ежегодный период 1965–2001 гг. 15 европейских стран ЕС и стран G7 вне Европы (Канада, Япония и США). Результатом исследования является то, что евро значительно увеличил объем торговли, с эффектом 4 % в первый год и накоплением около 40 % в долгосрочной перспективе. По мнению авторов, результаты необходимы для стран – претендентов в ЕС [134].

Л. Де Соуза попытался провести оценку выгод от торговли для ряда экономически крупных развитых стран членов зоны евро, которые намеревались вступить в валютный союз. В выборке за период 1980–2001 гг. не было выявлено каких-либо существенных торговых эффектов от создания Европейского валютного союза (ЕВС) [135].

С. Эдвардс и И. Магендзо на основе панельные данные за 1970–98 гг. анализируют возможные эффекты присоединения к единой валюте, рассматривая экономические показатели в рамках исторических независимых валютных союзов по трем параметрам: рост ВВП на капитал, макроэкономическая волатильность и инфляция. Авторы утверждают, что

валютный союз снижает уровень инфляции, но увеличивает макроэкономическую волатильность [136].

Дж. Френкель и Э. Роуз с целью количественной оценки последствий введения единой валюты на торговлю и производство, исследовали данные более чем 200 стран за период 1970-1995 гг. с использованием группового анализа данных. Исследования проводились в два этапа. На первом этапе, применяя гравитационную модель, выявлено, что валютный союз увеличивает внешнюю торговлю. На втором этапе было исследовано влияние валютного союза на доходы. Увеличение общего товарооборота страны на один процент (по отношению к ВВП) повышает доход на душу населения как минимум на треть процента в течение двадцатилетнего периода и, возможно, в более долгосрочной перспективе. Таким образом, благоприятные последствия валютных союзов осуществляются через поощрение торговли. Доказательства о влиянии валютной интеграции на производство не были найдены [137].

П. Кенен, используя набор данных Э. Роуз для 121 страны, при помощи гравитационной модели выявил, что влияние валютного союза гораздо меньше, относительно результатов, предложенных Э. Роузом [138]. Ф. Нич также пришел к выводу, что влияние валютного союза на торговлю было нулевым, используя набор данных Э. Роуз [139].

Д. Барр и соавторы оценили гравитационную модель Э. Роуза для европейских стран в период между 1978 и 2002 гг. Были включены не только европейские страны, но и страны ЕАСТ (включая Люксембург и Лихтенштейн). Таким образом, в анализ были включены 11 стран ЕВС и 6 стран, не являющихся членами. Панельный набор данных из 13192 наблюдений был оценен для 17 стран и 136 различных временных рядов. Авторы исследовали влияние валютного союза на экономики стран, входящих и не входящих в еврозону. В результате выявлено, что членство в ЕС не влияет непосредственно на показатели инфляции, безработицы и объема производства стран [140].

С. Де Нардис и К. Викарелли провели оценку влияния единой валюты на торговлю, используя показатели 11 стран-экспортеров и 32 стран-импортеров (в том числе показатели Бельгии и Люксембурга) за период 1980–2000 гг. В исследовании применялась групповая оценка уравнения гравитации в динамической структуре. Основным выводом исследования заключается в том, что введение евро оказало положительное, но не чрезмерное влияние на двустороннюю торговлю между европейскими странами [141].

А. Микко и соавторы исследовали первоначальный эффект Европейского валютного союза в торговле. Они оценили двустороннюю торговлю 22 развитых стран, используя данные, относящиеся к периоду 1992–2002 гг., применяя панельный анализ данных. Анализ был проведен путем отбора промышленно развитых стран таким образом, чтобы в течение соответствующего периода они были однородными с 12 европейскими странами в валютном союзе. Согласно расчетам, влияние ЕВС на двустороннюю торговлю между странами-членами колеблется от 4 до 10 % по сравнению с торговлей с внешним партнером от 8 до 16 %. Результаты

показывают, что валютный союз увеличивает торговлю не только со странами ЕВС, но и с остальным миром [142].

Х. Фаруки в своей работе провел анализ влияния валютного союза на торговлю между 22 промышленно развитыми странами зоны евро за период 1992–2002 гг., с помощью панельной гравитационной модели. В результате, ЕВС оказала положительное влияние на внутрizonную торговлю. На основании данных панели, валютный союз увеличил торговлю между государствами-членами примерно на 10 процентов за рассматриваемый период. Торговые выгоды от единой валюты не были равномерно распределены между государствами-членами. Некоторые страны получают больше не торговые выгоды, а потенциальные выгоды, основанные на политике единой валюты [143].

Г. Хабер и Р. Нек провели анализ некоторых макроэкономических эффектов, в частности, эффект политики стабилизации при переходе в расширенную зону евро при различных предположениях о режимах фискальной и денежно-кредитной политики в Европе. Кроме того, оценка последствий различных европейских валютных режимов была проведена для США. В анализе использовалась динамическая межвременная модель общего равновесия, которая учитывала эффект благосостояния ЕВС. Результаты показывают, что экономические выгоды для всех стран довольно малы. В странах Центральной и Восточной Европы преобладали даже недостатки [144].

Г. Флам и Х. Нордстрем исследовали влияние Европейского валютного союза на объем торговли с помощью гравитационной модели. При сравнении периода 1989–1997 гг. и периода 1998–2002 гг. объем торговли увеличился на 15 % для стран зоны евро и на 8 % для стран вне зоны евро. Предполагалось, что этот эффект будет увеличиваться со временем [145].

Т. Манчини-Гриффоли и Л. Паувельс проанализировали период 1980–2004 гг. для 15 стран ЕС, используя гравитационную модель. Авторы интересовались, произошел ли разрыв в объеме торгов в зоне евро. В результате был определен временный перерыв с 1999 г. два с половиной года. Причиной разрыва является более глубокая интеграция учреждений в зоне евро и снижение реальных процентных ставок до и после введения евро. Особое внимание уделяется важности институциональной и политической интеграции между европейскими странами [146].

Ю. Трайстару-Сидшлаг в своем исследовании рассмотрела макроэкономические показатели Европейского валютного союза с годовыми данными, относящимися к периоду 1990–2005 гг. В исследовании он сравнил периоды 1992–1998 гг. и 1999–2005 гг. для среднего и стандартного отклонения, а также анализ графика соответствующего периода. В результате анализа он обнаружил, что инфляционные различия уменьшились, реальный рост сблизился, торговля в регионе внесла вклад в деловые циклы и пришел к выводу, что ЕВС был успешным. Кроме того, он подчеркнул, что финансовая интеграция формирует механизм адаптации против отдельных шоков с дифференциацией портфеля [147].

Р. Баррелл и соавторы исследовали влияние евро на макроэкономические показатели в Австрии, Бельгии, Дании, Финляндии, Франции, Германии, Голландии, Швеции, Англии и США с использованием коинтеграционного и регрессионного анализа за период 1978–2002 гг. Введение единой валюты оказало прямое положительное влияние на рост в основных странах Евросоюза. Однако эффекты ЕВС отсутствовали в таких странах, как Великобритания, США, Дания и Швеция, которые не были членами. Не ясно, присутствовали ли они в небольших экономиках, таких как Финляндия и Австрия, что может свидетельствовать о том, что ЕВС способствовал агломерации в ядре Союза. ЕВС снизил волатильность реального эффективного обменного курса для всех участников. Снижение неопределенности в отношении реального эффективного обменного курса в долгосрочной перспективе может привести к увеличению инвестиций и накопления капитала по сравнению с тем, что было бы в отсутствие валютного союза во всех странах-членах [148].

С. Де Нардис и соавторы изучили двусторонние показатели экспорта из 23 стран ОЭСР за период 1988–2003 гг. с помощью методологии динамических панельных данных. В результате оценки гравитационной модели они пришли к выводу, что торговый эффект евро составил 4 % (17 % в долгосрочной перспективе) [149].

Дж. Элу и Г. Прайс исследовали влияние евро на экономический рост в странах Африки к югу от Сахары. В результате исследования выяснилось, что участие стран Африки к югу от Сахары в валютном союзе окажет положительное влияние на рост, стимулируя благоприятную динамику производства в результате снижения валютных рисков. Таким образом, существуют преимущества региональной валютной интеграции в странах Африки к югу от Сахары, которые позволят увеличить уровень жизни [150].

С. Герлах и М. Хоффманн исследовали влияние ЕВС на макроэкономическую стабильность стран-членов, используя уравнение регрессии за периоды 1990–1998 и 1999–2006 гг. В исследовании было выявлено, что с переходом на евро в промышленно развитых странах наблюдалось значительное снижение волатильности основных макроэкономических переменных (ВВП, запасы, инфляция, процентные ставки и потребление). Снижение связывают с улучшением распределения рисков за счет расширения и углубления финансовых рынков. Кроме того, они пришли к выводу, что валютный союз способствует стабильности как стран-членов, так и стран, не являющихся членами [151].

Д. МакГоуэн, используя OLS модель и методы динамических панельных данных, выявил, что в среднем страны, которые присоединяются к евро, несмотря на фундаментальные различия в структуре их экономик, испытывают рост торговли. Однако общий эффект от торговли может возникнуть не сразу, поскольку утрата денежной автономии может наложить кратковременное бремя на их экономику. Нахождение баланса между процентными ставками, выгодными для всех участников, также может быть затруднительным процессом [152].

Ф. Агион, Ф. Баккетта, Р. Ранси и К. Рогофф в своем исследовании провели регрессионный анализ с использованием несбалансированных панельных данных с учетом 47 стран за период 1970–2000 гг. В результате они показали, что гибкость обменного курса и снижение волатильности обменного курса обеспечили положительный вклад в эффективность производства [153].

Е. Дэвис и О. Померанц исследовали влияние валютного союза на реальный эффективный обменный курс. В результате они выяснили, что ЕВС оказал благотворное влияние на условную волатильность реального обменного курса для большинства стран ЕС, за исключением Германии, Бельгии и Нидерландов, а также за пределами ЕВС, Великобритании. Однако авторы подчеркивают, что результат является противоречивым, при рассмотрении факторов, которые влияют на обменный курс, такие как инфляция, процентная ставка и баланс текущих счетов. Обменный курс, который является относительно низким в ЕС и особенно в странах ЕВС, имеет положительный эффект на экономический рост и инвестиции в основной капитал. Хотя с другой стороны, в некоторых странах низкая волатильность реального курса может свидетельствовать о вялой динамике корректировки цен и заработной платы, что влечет за собой макроэкономические дисбалансы [154].

Х. Бергер и Ф. Нитч, используя метод регрессии, выявили увеличение дисбалансов в торговле между странами-членами зоны евро после введения единой валюты. Фиксированные номинальные обменные курсы, а также негибкость рынка труда приводят к значительным и продолжительным торговым дисбалансам. Возникновение значительного и постоянного торгового дисбаланса между странами может отражать и политическую напряженность. Торговля становится более сбалансированной, когда номинальные обменные курсы являются гибкими. Кроме того, сальдо торгового баланса уменьшается при учете реального обменного курса, при сокращении различий в темпах роста и увеличивается при относительной волатильности национальных деловых циклов [155].

М. Сантана-Гальего и соавторы провели исследование о влиянии единой валюты на туристические и торговые потоки с помощью гравитационной модели. Набор данных, используемый для гравитационной модели, включает период 1995–2006 гг. для 179 стран и 30 стран ОЭСР. Полученные результаты свидетельствуют о том, что единая валюта укрепляет экономический рост, содействуя не только международной торговле, но и туризму [156].

Таким образом, эффекты введения единой валюты различны для каждого периода времени и для конкретного регионального объединения. Большинство эмпирических исследований выявляют положительные эффекты при введении единой валюты в виде увеличения торговых потоков и доходов, снижения инфляции и волатильности обменного курса. С другой стороны, Франкель и Роуз получили результаты, показывающие, что единая валюта не оказала влияния на доход; Кенен, Пакко, Уолл, Бергер, Нитч не выявили положительного вклада в торговлю. Эдвардс и Магендзо пришли к

заклучению, что валютный союз увеличивает макроэкономическую волатильность в странах-участницах.

Применяемые в эмпирических исследованиях исторические данные не могут в полной мере отражать потенциальные выгоды страны при вступлении в валютный союз, поскольку помимо экономического сближения, политическая составляющая играет немаловажную роль.

На основе анализа всех этих данных, попытаемся выявить преимущества и недостатки вступления страны в валютный союз.

Главная выгода для государств – участников при создании валютного союза – устранение неопределенности в отношении обменного курса, что ведет к следующим важным последствиям:

- снижение уровня неопределенности в планировании, что повышает эффективность распределения ресурсов и внедрения инноваций, способствуя росту объема внешней торговли и ВВП;

- снижение валютных рисков сокращает дополнительные затраты по их страхованию, а стандартизация конъюнктуры финансовых рынков ведет к сближению процентных ставок, что отражается на улучшении инвестиционного климата стран – участниц и увеличении ВВП;

- стабильность обменного курса предотвращает конкурентные девальвации и спекуляции, уменьшает влияние шоков от внешней нестабильности в отдельной стране и стимулирует торговлю;

- свободное перемещение факторов производства предотвращает асимметричный шок, который является результатом инфляции и способствует выравниванию цен;

- отмена операций по конвертации национальных валют стран-участниц сокращает затраты предприятий, участвующих во внешнеэкономической деятельности, а также сокращает прибыль банков, обслуживающих расчеты. Однако, предполагаемый инвестиционный приток компенсирует потери банков;

- страна получает доступ к более крупным рынкам сбыта, увеличивая общий доход страны. Вступление в валютный союз очень важно для тех стран, в которых отсутствует внутренний контроль. Взаимозависимость стран друг от друга предотвращает их от политических противоречий. Одним из важных преимуществ единой валюты является увеличение туризма в странах участницах из-за устранения проблем с обменом валюты;

- прозрачность цен. Цены в разных валютах сложно сравнивать. Единая валюта способствует сокращению расходов и времени, связанные с поиском покупки по выгодной цене, что повышает конкурентоспособность и эффективность производителей.

К недостаткам вступления в валютный союз можно отнести следующее:

- Утрата суверенитета является одним из важнейших недостатков для страны, вступающей в валютный союз. Страна, принимающая единую валюту, должна отказаться от национальной денежно-кредитной политики в пользу наднациональных институтов, в том числе и налоговой политики, что

ограничивает национальные финансовые органы в применении валютного курса как инструмента с целью стабилизации платежного баланса и извлечения выгод с международной торговли. Также будут лимитированы и подотчетны наднациональному органу государственные заимствования, которые в основном применяются для стимулирования создания рабочих мест или снижения налогов. Недостатки ограничения особо критично возникают во время кризиса, когда ситуация в разных странах различна и требует индивидуальных инструментов регулирования и не может быть решена общими рекомендациями для всех. Например, при экономическом росте в большинстве стран союза, наднациональный орган может решить поднять процентные ставки, но если отдельная страна переживает экономический спад, это только усугубит рецессию в этой стране.

- Результатом достижения денежно-кредитной независимости страной в рамках валютного союза, характеризуемого фиксированными валютными курсами и мобильностью капитала, является дисбаланс внешних платежей и движение спекулятивного капитала. Чтобы поддерживать стабильный валютный курс финансовые регуляторы вынуждены либо ограничить потоки капитала, либо терять автономию собственной денежно-кредитной политики. Если власти в меньшей степени склонны пожертвовать денежно-кредитной независимостью, то им ничего не остается, как отказаться от цели стабильности валютного курса и ввести плавающий обменный курс валюты. В условиях плавающего валютного курса, с теоретической точки зрения, валюта страны с дефицитом платежного баланса должна обесцениваться, а с профицитом – укрепляться.

- Страны, ограниченные валютным регулированием, подвергаются усилению конкуренции со стороны иностранных компаний в условиях открытой экономики, особенно при наличии в странах-участницах однородной структуры экономик. Несостоятельность страны конкурировать приводит к снижению национального производства, что отражается на экономической стабильности, как самой страны, так и всего объединения.

- Введение новой валюты будет иметь огромные издержки для экономики. Например, новые деньги должны быть выпущены, а старые изъяты, оборудование, связанное с выдачей, приемом, подсчетом денег должно быть адаптировано для приема новых купюр и монет. Кроме того, затраты связаны со сменой компьютерного программного обеспечения и корректировкой счетов и т. д.

- Фиксирование валютных курсов между странами приведет к сокращению дополнительных доходов экспортеров и импортеров, которые они получают за счет разницы обменного курса.

- Интернационализация денежной единицы может снижать эффективность денежно-кредитной политики внутри страны, приводить к чрезмерному укреплению национальной валюты, а также дестабилизировать национальный финансовый рынок за счет непредсказуемой динамики движения капитала иностранных инвесторов.

Преимущества введения единой валюты распределяются непропорционально между странами-участницами, а адаптационные издержки несут все.

Мировой опыт подтверждает, что эффективность участия страны в валютной интеграции ограничивается пространством, временем и целями интеграционного взаимодействия. На примере Европейского валютного союза выявляются положительные эффекты на внешнюю торговлю. Однако валютный союз без финансовой интеграции негативно отражается на макроэкономических показателях. Кроме того, продвижение к более сложной форме интеграции не всегда возможно, а при намерении создать валютный союз требует от интегрирующихся стран решить целый ряд сложнейших проблем.

Вхождение в валютный союз целесообразно, если эффекты от снижения транзакционных затрат и большей прозрачности относительных цен превышают потери, связанные с адаптацией к асимметричным шокам и утратой финансовой независимости. Однако однозначно выявить совокупный эффект невозможно. Дальнейшее развитие процесса будет определяться практикой.

2.3 Противоречия валютной интеграции и проблемы международного валютного сотрудничества

Экономические, политические и идеологические проблемы стран определяют сложность и противоречивость процесса валютной интеграции. С одной стороны, неспособность, на современном этапе, странами удовлетворять национальные потребности самостоятельно, способствует развитию интеграционных процессов, с другой – различные национальные интересы стран и естественная политика протекционизма ведут к появлению множества проблем в сфере международных отношений. Таким образом, в последние годы дезинтеграционные процессы в различных регионах мира усиливаются.

На примере Европейского союза выявим проблемы и противоречия валютной интеграции, которые стимулируют развертывание дезинтеграционных процессов.

Западная Европа шла к единой валюте несколько десятилетий. Основной функцией европейской валютной интеграции является обеспечение системы многосторонних расчетов, так как европейские национальные экономики имели тесные экономические взаимосвязи. Интеграция европейских государств началась еще в середине XX в., когда в 1951 г. образовалось Европейское объединение угля и стали (Бельгия, Италия, Люксембург, Голландия, Франция и Западная Германия), с целью построения общего рынка угольной и металлургической промышленности Западной Европы. В 1957 г. были учреждены Европейское экономическое сообщество (Римский договор) и Европейское сообщество по атомной энергии (Евроатом). В 1967 г. все три организации были объединены в одну систему – Европейское сообщество, создание которого предопределило формирование общего рынка ЕС.

В преддверии объединения европейскими странами было очевидно, что экономическая интеграция не будет эффективной без объединения национальных валютных систем. Таким образом, в 70-е гг. началось формирование единой Европейской валютной системы, основными элементами которой являлись:

1) Механизм регулирования обменных курсов со строгими стандартами допустимых отклонений, в целях стабилизации условий многосторонних расчетов, вследствие негативного влияния плавающих курсов в мире на разные валютные режимы европейских стран. Максимально допустимая маржа колебания валют составляла 2,25 % по отношению к доллару США, а затем к ECU.

2) Европейский фонд валютного сотрудничества, основанный в 1973 г., который предоставлял кредиты центральным банкам государств-членов, необходимые для осуществления политики стабилизации валютного обмена.

3) Европейская валютная единица - ECU (1979 – 1998 гг.), которая формировала валютный портфель, состоящий из валют каждой страны с установленным весом. Первоначально ECU имела исключительно региональный статус: ее использовали в международных расчетах друг с другом страны ЕЭС, а позже и ЕС. При этом важно отметить, что не все взаимные расчеты проводились в ECU: в некоторых случаях до 50 % товаров и услуг оплачивались долларами.

Однако Европейская валютная система еще не достигла уровня полноценного валютного союза, а ECU не использовался всеми членами Европейского сообщества. Кроме того, в 90-е гг. расширение процессов либерализации факторов производства, в том числе капитала, значительно ослабила результативность коллективной привязки валютных курсов.

Заключенный в 1991 г. Маастрихтский договор дал начало Европейскому союзу и определил критерии валютной интеграции в Европе, в рамках которой предполагалось создание валютной зоны евро. Формирование экономического и валютного союза происходило в три этапа:

1) в 1992 г. сформирован Общий рынок, на основе которого были устранены ограничения по движению капитала, товаров и услуг;

2) в 1998 г. создан Европейский центральный банк в качестве основного финансового регулятора, основной целью которого является поддержание стабильности цен для сохранения стоимости евро;

3) 1 января 1999 г. евро введено в безналичное обращение как параллельная валюта в 11 странах ЕС, включая такие крупные страны как Германия, Франция, Италия и Испания. 1 января 2001 г. в Еврозону вступила Греция, а позже – еще 7 небольших стран Евросоюза [157]. С 2002 г. эта валюта стала использоваться в наличной форме. Евро стал полноценной валютой, выполняющей все функции денег, в том числе функцию мировых денег и заняла вторую позицию в рейтинге мировых валют после доллара.

Введение евро должно было решить следующие задачи:

- 1) стабилизировать волатильность обменных курсов и сократить валютные риски, поскольку высокие колебания валютных курсов способствовали политическим разногласиям и препятствовали интеграционным процессам;
- 2) сократить зависимость ЕС от политики ФРС и динамики доллара;
- 3) устранить затраты по обмену валют;
- 4) обеспечить ценовую стабильность на долгосрочной основе;
- 5) достичь формирования единой экономики ЕС;
- 6) усилить позиции ЕС на мировой арене, создавая условия для сбалансированного экономического роста, увеличения занятости, выравнивания между странами производства конкурентоспособной продукции, развития научно-технического прогресса.

Однако реализации данных задач препятствовал ряд проблем и противоречий. Главной проблемой зоны евро являются существенные различия стран-участниц в экономическом развитии, политическом весе, а также культурных традициях.

Маастрихтским договором установлены критерии конвергенции для потенциальных членов еврозоны. Критерии устанавливают контроль над:

- 1) инфляцией, уровень которой должен быть не более чем на 1,5 % выше среднего показателя трех государств-членов с самой низкой инфляцией;
- 2) государственным долгом и государственным дефицитом. Отношение государственного дефицита к ВВП не должно превышать 3 % на конец предыдущего финансового года, а соотношение валового государственного долга к ВВП не должно превышать 60 %;
- 3) валютным курсом. Страны, входящие в еврозону должны были обладать стабильным обменным курсом в течение двух лет до вступления в еврозону;
- 4) конвергенцией процентных ставок. Номинальная долгосрочная процентная ставка не должна превышать 2 % от среднего показателя трех стран с наименьшей инфляцией [158].

Рассмотрим соответствие странами критерий конвергенции в Таблице 5.

Таблица 5 – Соответствие Маастрихтским критериям стран еврозоны в период вхождения и в 2017 г.

Страна	Дата перехода на евро	Дефицит бюджета, % от ВВП		Государственный долг, % от ВВП		Инфляция, %		Долгосрочная ставка, %	
		Дата перехода на евро	2017	Дата перехода на евро	2017	Дата перехода на евро	2017	Дата перехода на евро	2017
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Австрия	1999	1,98	0,7	65,59	78,4	2,00	2,3	5,10	0,53
Бельгия	1999	0,02	-1,0	106,62	103,1	2,70	2,1	5,16	2,43

продолжение таблицы 5

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Германия	1999	1,36	1,3	39,51	68,2	1,47	1,6	4,80	0,30
Ирландия	1999	4,88	-0,3	40,14	68,0	5,56	0,5	5,03	0,54
Испания	1999	0,55	-3,1	54,66	98,3	3,43	1,2	5,08	1,44
Италия	1999	0,78	2,3	118,67	131,8	2,52	1,0	5,18	1,8
Люксембург	1999	5,51	^{1,5}	6,20	23,0	3,15	1,6	5,06	0,49
Нидерланды	1999	1,96	1,1	52,07	56,7	2,32	1,2	4,93	0,45
Португалия	1999	2,56	-3,0	58,10	125,7	2,85	1,6	5,16	1,83
Финляндия	1999	6,79	-0,6	56,92	61,4	3,37	0,5	5,02	0,51
Франция	1999	1,62	-2,6	61,49	97,0	1,70	1,2	4,94	0,67
Греция	2001	3,70	0,8	101,70	178,6	3,60	1,0	4,58	4,44
Словения	2007	1,30	0,0	21,60	73,6	5,70	1,9	4,70	0,69
Кипр	2008	0,60	1,8	58,50	97,5	0,40	-0,4	4,60	1,58
Мальта	2008	4,60	^{3,9}	66,50	50,8	2,10	1,3	4,50	1,07
Словакия	2009	8,00	1,0	41,00	50,9	1,00	2,0	4,80	0,67
Эстония	2011	1,10	-0,3	9,70	9,0	3,90	3,8	NA	NA
Латвия	2014	NA	-0,5	NA	40,1	NA	2,2	NA	0,59
Литва	2015	NA	^{0,5}	NA	39,7	NA	3,8	NA	0,31
Страны Европейского Союза, не входящие в зону евро:									
Болгария		0,38	0,9	75,30	25,4	10,32	1,8	NA	1,02
Великобритания		3,85	-1,9	44,91	87,7	0,79	3,0	4,94	1,22
Венгрия		2,81	2,0	62,98	73,6	9,78	2,2	8,05	2,07
Дания		1,58	1,0	53,25	36,4	0,40	0,8	5,09	0,41
Польша		2,79	-1,7	32,96	50,6	10,06	1,7	10,43	3,27
Румыния		1,96	2,9	29,50	35,0	45,67	2,6	NA	4,4
Хорватия		5,31	0,8	34,80	78,0	4,61	1,3	NA	2,47
Чехия		3,46	1,6	13,22	34,6	3,90	2,2	6,82	1,50
Швеция		3,53	1,3	68,20	40,6	1,04	1,7	4,89	0,72

Примечание – Составлено автором на основе источника [159]

При вступлении практически всем критериям соответствовали только Германия, Франция, Финляндия и Люксембург. Удовлетворявшие критериям Дания, Великобритания и Швеция отказались от использования евро. Остальные страны, в частности, Португалия, Греция, Испания, Ирландия только формально соответствовали необходимым критериям (низкий бюджетный дефицит, невысокий уровень государственного долга) для вхождения в зону евро. Расширение ЕС менее развитыми восточно-европейскими странами значительно затруднило текущие расхождения.

Между странами Европейского Союза существуют серьезные различия. Германия, Великобритания, Франция, Нидерланды, Италия, Бельгия и Австрия являются наиболее промышленно развитыми и влиятельными странами в ЕС. 11 стран – бывшие члены восточноевропейского блока (3 балтийские республики - Эстония, Литва и Латвия; Польша, Чешская Республика, Словакия, Венгрия, Болгария и Румыния, входившие в состав советского блока,

а также Словения и Хорватия, которые были частью Югославии), а также Греция, Португалия, Ирландия, Испания и Кипр относятся к менее развитым странам. Различия в уровнях человеческого, социального и производственного капитала, природных ресурсов, традиций, корпоративной культуры, степени соблюдения законодательства отражаются на уровне конкурентоспособности каждой страны, влияют на последствия в экономиках от внешних шоков. Кроме того, разный уровень экономического развития стран-участниц создают структурные дисбалансы в еврозоне, усиливающиеся под влиянием единой валюты.

Страны ЕС с более стабильной экономикой обладают высокой покупательной способностью евро, что ведет к притоку и концентрации капитала, что негативно отражается на экономическом росте и занятости периферийных стран. Высокий уровень безработицы и отсутствие роста увеличивают дефляционные расходы и социальную напряженность. Отметим, что хотя капитал свободно перемещается в зоне евро, мобильность рабочей силы ограничивается значительными культурными и языковыми барьерами. Таким образом, вместо ожидаемого выравнивания развития экономик происходит противоположный эффект.

В рамках общего европейского рынка, жесткая конкуренция в международной торговле отражается на конкурентоспособности национальных экономик стран-членов ЕС из-за упразднения национальных политик валютного курса, процентных ставок и таможенного регулирования. Практически все крупные предприятия стран Южной и Центрально-Восточной Европы уступают по конкурентоспособности крупнейшим ТНК и ТНБ западноевропейских стран. ТНК развитых стран, особенно Германии, Франции, Австрии, Швеции смогли в короткие сроки провести развернутую экспансию посредством своих дочерних компаний, филиалов, представительств и потеснить, а в некоторых случаях поглотить местных товаропроизводителей. В итоге жесткая внутрирегиональная конкуренция трансформируется в экономическую войну. Это приводит к деградации отраслевой структуры менее развитых стран Южной и Центрально-Восточной Европы, способствует росту безработицы, увеличивает миграцию населения в поисках более высокооплачиваемой и престижной работы в развитых странах ЕС.

Отметим, что расхождения в заработной плате очень существенны. На начало 2019 г. в Латвии – 430 евро, в Болгарии самая минимальная заработная плата – 286,32 евро, в Германии – 1557, во Франции – 1521, в Бельгии – 1594, в Нидерландах – 1635 евро [160]. Это несоответствие позволяет крупным европейским корпорациям увеличивать конкурентоспособность, поскольку они производят передачу части своей продукции на аутсорсинг в такие страны, как Болгария, Румыния и другие страны Центральной и Восточной Европы, а затем транспортируют детали обратно в Германию, где они комплектуются в конечные продукты и экспортируются. Во внутрирегиональной торговле налоги на импорт и экспорт не применяются.

В результате экономически развитые страны (Германия в первую очередь, Франция) получили больше выгод, чем страны Южной и Восточной Европы. Отказ ЕС от разработки последовательной политики, призванной помочь новым членам уменьшить свои экономические недостатки в отношении самых богатых европейских стран подрывает процесс интеграции в ЕС. Европейские договоры изначально были разработаны, чтобы служить интересам крупных частных корпораций, которые извлекают выгоду из различий между экономиками в ЕС, чтобы увеличить свою прибыль и быть более конкурентоспособными. Так, при введении евро, немецкая валюта была недооценена (по запросу Германии), а валюты более слабых стран были переоценены. Невзирая на издержки, менее развитые страны стремились стать участниками валютного союза. Причинами, возможно, были как политические мотивы, так и намерения приблизиться к уровню экономического развития стран – лидеров в кратчайшие сроки.

2. Свободное перемещение товаров, услуг, капитала и рабочей силы в рамках еврозоны привело к диспропорциям в развитии и размещении производства, углублению неравенства в доходах.

ЕС имел первоначальный успех в течение 2000–2007 гг. благодаря благоприятным экономическим условиям. Свободное движение капитала в границах еврозоны способствовало в значительной степени развитию менее развитых экономик, например Греции, Ирландии и Испании благодаря внешним заимствованиям и инвестициям. Среднегодовые темпы прироста ВВП Греции, Ирландии, Испании и Португалии составили соответственно 6,7 %, 10,5 %, 7,8 % и 5,25 %. Отметим, что данный показатель в Германии и Франции находился на уровне 2,6 % и 4,1 % соответственно [161].

Членство в еврозоне снизило риск, связанный с государственными облигациями между разными странами, поэтому почти не было различий между сильными основными странами ЕС в центре ЕС и сравнительно слабой периферией ЕС. Все они приблизились к немецкому уровню с низким уровнем риска. Периферийные страны имели беспрецедентный доступ к дешевым кредитам. По мнению инвесторов, греческие, итальянские или другие государственные облигации были почти идеальной заменой немецким облигациям с низким уровнем риска. Глобальный финансовый кризис, повлиявший на экономическую активность стран ЕС через такие каналы трансмиссии, как взаимосвязь финансовой системы и международной торговли, показал, что это не так.

Чрезмерное, недисциплинированное заимствование по низким ставкам и завышенный оптимизм по отношению к еврозоне не соответствовали экономическим реалиям погашения займов. Более того, доступность денег создало спрос на них, что способствовало увеличению импорта, снижению конкурентоспособности отечественных товаров, превышению потребления над внутренним производством. Рецессия, характеризующаяся уменьшением реального ВВП в ЕС более чем на 4 % в 2009 г. оказалась самой высокой после Второй мировой войны, за исключением Германии. Экономическую

ситуацию обостряли процесс деиндустриализации и массовый перенос промышленных производств в азиатские страны. Все эти факторы способствовали появлению долгового кризиса в еврозоне, который изначально разразился на рынке гособлигаций в Греции осенью 2009 г., а в 2010 г. распространился практически на всю зону евро.

3. Несоответствие национальных финансовых политик с единой общеевропейской привело к тому, что при наличии единой наднациональной денежной единицы бюджетные и налоговые системы остались в рамках национального контроля. Это впоследствии продемонстрировало свою уязвимость при возникновении экономических шоков, в особенности асимметричных.

Фискальное стимулирование, основанное на увеличении государственных расходов и уменьшении налогового бремени является эффективным инструментом для преодоления безработицы и рецессии в национальных экономиках. Однако применение фискального стимулирования противоречит обязательствам членов по соблюдению бюджетной дисциплины в условиях Еврозоны. Кроме того, ЕЦБ требует от национальных регуляторов стран, где происходит экономический спад, наоборот применять меры жесткой экономии в борьбе с кризисом и безработицей, а именно сокращать государственные расходы и увеличивать налоговое бремя с целью привлечения инвестиций и восстановления полной занятости. На практике, следование данным требованиям ведет к дисбалансам. Так, например, в США в 30-е гг. XX в. схожие действия, направленные на сокращение бюджетного дефицита послужили причинами Великой депрессии. Также рекомендации МВФ в период экономических преобразований стран Восточной и Центральной Азии, Латинской Америки, Африки и др. экономик с формирующимся рынком негативно отразились на их экономическом росте. Жёсткие меры по сокращению государственных расходов приводят к снижению выплат госслужащим, снижению или заморозке пенсионных выплат и различных пособий, повышению НДС, налога с продаж и ряда акцизов, что в итоге приводит к сокращению спроса и стагнации дальнейшего роста экономики.

Таким образом, в Еврозоне сформировалась противоречивая ситуация. С одной стороны, ЕЦБ, обладающий полномочиями регулирования денежно-кредитной и валютной политиками не способен предотвратить экономические проблемы региона. Причиной является то, что ЕЦБ запрещено выкупать суверенный долг стран, что говорит об ограниченности в применении инструментов, которыми владеют большинство центральных банков для отражения спекулятивных атак на рынках облигаций. Проводимая политика «количественного смягчения» привела еврозону в «ловушку ликвидности». С другой стороны, национальные власти ограничены в применении фискального стимулирования согласно Пакту стабильности роста и критериям конвергенции бюджетной дисциплины. Кроме того, согласно Маастрихтскому договору странам еврозоны запрещено покрывать дефицит государственного бюджета за счет средств национальных центральных банков. Так страны были вынуждены

заимствовать недостающую ликвидность на частных международных рынках капитала.

Американский экономист, лауреат Нобелевской премии Стиглиц утверждает, что критерии конвергенции ограничивают национальные власти в предотвращении кризисных явлений, а инструменты фискального стимулирования являются «встроенными дестабилизаторами» экономик еврозоны [162].

4. Несостоятельность наднациональных и национальных регуляторов противостоять внешним и внутренним шокам. Кризис способствовал увеличению долга валютного союза – до 91,9 % ВВП в 2014 г., в том числе в Греции – 178,9 %, в Испании – 100,4 %, в Италии – 131,8 % [163]. Ни национальные экономики, ни валютные органы еврозоны были не способны противостоять серьезным долговым проблемам. В рамках союза отсутствовали институциональная база и механизмы предоставления финансовой помощи странам. С этой целью в 2010 г. были созданы Европейский механизм финансовой стабильности и Европейский фонд финансовой стабильности, которые позже трансформировались в Европейский стабилизационный механизм. Однако эффективность их деятельности на практике не ощущалась. Так, в период с 2011 по 2013 гг. экономика в ключевых странах еврозоны находилась в состоянии стагнации, тогда как в странах периферии падение произошло почти на 6 %. Существенно разошлись национальные показатели по уровню безработицы, причём такие различия, несмотря на некоторое падение безработицы в целом, сохраняются до сих пор. Так, по состоянию на июль 2018 г. безработица в Германии составила 3,4 %, во Франции – 9,2 %, в Испании – 15,1 %, а в Греции – 19,5 % [163]. Стоит отметить, что проблемы стабилизации полной занятости в странах-членах не решаются ЕЦБ.

Подтверждением несостоятельности европейских финансовых органов надзора является кризис в Греции. Греция вступила в еврозону в 2001 г., обладая существенными структурными проблемами (низкие темпы роста, увеличивающиеся бюджетный и торговый дефициты, высокий государственный долг, высокая инфляция, высокие номинальные процентные ставки) под ложным предлогом. Правительство Греции намеренно и систематически корректировало экономические и финансовые статистические данные, приближая их к Маастрихтским критериям конвергенции. Данные действия обеспечивали Греции беспрепятственный доступ к финансовым ресурсам с низкой процентной ставкой, что способствовало росту расходов при отсутствии достаточных налоговых поступлений и низкой производительности. Греция надеялась, что, несмотря на преждевременное вступление, членство в ЕВС поможет стимулировать экономику, позволяя стране решать свои финансовые проблемы. Однако этого не произошло, поскольку принятие евро только увеличило разрыв в конкурентоспособности Греции с другими странами-участницами, и особенно с Германией. Немецкие товары и услуги стали относительно дешевле, чем греческие. Девальвация в данных условиях

оказалась неуместной. Как следствие, ухудшение торгового баланса Греции за счет увеличения дефицита текущего счета. В то время как экономика Германии выигрывала от увеличения экспорта в Грецию и извлечения выгод от греческих займов для финансирования импорта дешевых немецких товаров и услуг.

Факты предоставления ложной информации Грецией стали достоянием гласности в 2009 г., когда дефицит государственного бюджета в этой стране достиг почти 15,4 % ВВП, более чем в 4 раза превзойдя установленный в ЕС лимит, а государственный долг превысил 300 млрд. евро (126,8 % ВВП) [163]. Невозможность обслуживания госдолга привела к падению кредитного рейтинга страны, что резко сократило инвестиционные потоки. Таким образом, доступ к дешёвым свободным финансовым ресурсам на рынке стал ограниченным. В результате страна лишилась шансов самостоятельно найти доступные средства для выплаты накопленного долга, оказавшись на грани дефолта. В данных обстоятельствах инвесторы стали продавать греческие государственные облигации, что дополнительно осложнило рефинансирование государственного долга.

Неплатежеспособность по государственным обязательствам в еврозоне хотя бы одной страны ведет к значительному снижению спроса на государственные облигации других стран. Как следствие, снижение цен на облигации, увеличение их доходности и стоимости заимствований, снижение дохода более крупных стран и банков еврозоны, владеющих государственными облигациями. В этом случае покрытие дефицитов бюджетов всех стран зоны евро будет затруднительно.

В рамках валютного союза страна не может проводить эмиссию денег, чтобы разрядить ситуацию через рост инфляции. Дисбалансы, связанные с высоким государственным долгом, превышения импорта над экспортом и разным уровнем зарплат традиционно устраняются девальвированием национальной валюты также в рамках Еврозоны невозможно. Единственным возможным инструментом являлось сокращение бюджетных расходов. Чтобы не допустить греческий дефолт, что могло бы подтолкнуть к аналогичному шагу и другие страны еврозоны со слабой экономикой, Афинам были предоставлены кредиты МВФ, ЕЦБ и Европейской комиссией в размере 110 миллиардов евро на достаточно суровых условиях. Грецию обязали проводить либеральные рыночные реформы и политику жёсткой экономии внутри страны, обусловленной сокращением бюджетных расходов и увеличением налоговых поступлений. Меры жесткой экономии без снижения долговой нагрузки, сформировали порочный круг рецессии, при котором безработица достигла 25,4 % в августе 2012 г. Это не только ослабило налоговые поступления, что ухудшило финансовое положение Греции, но и привело к гуманитарному кризису. Возросло число бездомных, самоубийств, общественное здоровье значительно ухудшилось. Кроме того, социальная напряженность усугубилась за счет активного применения регуляторами так называемой «внутренней девальвации» – сокращение заработной платы работников, которая превращается в прибыль крупных частных корпораций. Таким образом, кризис

еврозоны стал прибыльным для корпораций. Официально минимальная заработная плата была резко сокращена в Греции, Ирландии и других странах.

Пол Кругман полагает, что требования Европейской комиссии к Греции, являются «ликвидацией национальной независимости» и сокрушительной опасностью не только для экономики Греции, но и для Европейского проекта в целом [164].

Греция могла отказаться от евро и восстановить свою национальную валюту – драхму. Без мер жесткой экономии правительство Греции могло бы нанять новых работников, снижая уровень безработицы, что ускорило бы экономический рост. Греция могла бы конвертировать свой долг в евро в национальную валюту, проводить эмиссию и снизить курс евро. Это уменьшило бы ее задолженность, снизило бы стоимость экспорта и привлекло бы туристов в более дешевое место отдыха. Однако в отношении иностранных владельцев греческого долга (в основном банков стран северной Европы), которые с начала долгового кризиса в 2010 г. одолжили Греции почти 320 млрд. евро [165], данные действия приведут к значительным финансовым потерям и даже к банкротству из-за девальвации национальной валюты. Поэтому финансовые регуляторы ЕС приложили все усилия при оказании помощи в преодолении кризиса в Греции. Выход из валютного союза будет способствовать резкому падению национальной валюты (греческой драхмы), что вызовет гиперинфляцию, поскольку стоимость импорта увеличится. Отметим, что зависимость Греции от импорта значительная. Основу импорта составляет продовольственная и фармацевтическая продукция и энергоресурсы. Таким образом, выход Греции из еврозоны может вернуть ее к хроническому состоянию неплатежеспособности.

Помимо Греции, долговой кризис крайне негативно отразился на экономиках Испании, Португалии, Ирландии, Италии, обнажив слабые места в архитектуре Экономического и валютного союза. В 2009 г. дефицит бюджета в этих странах составил 11 %, 11,2 %, 13,8 %, 5,2 % соответственно. К 2010 г. бюджетный дефицит еще больше увеличился в некоторых странах, в частности в Ирландии составил 32,1 % ВВП [163]. Однако благодаря тем же принятым мерам жесткой экономии и оздоровления бюджета, данные страны сумели преодолеть кризис, добиться восстановления экономического роста и сократить безработицу относительно эффективнее, чем в Греции. Причинами более критического состояния экономики Греции являются гораздо больший приток капитала, коррупция, бюрократия, уклонение от уплаты налогов и неэффективное управление государственными финансами.

Отрицательные эффекты вступления в еврозону также четко проявляются на примере Словении, которая одна из первых Восточноевропейских стран вошла в еврозону в 2007 г. До вступления, ее внешний долг составил 15 %, но уже в первый год пребывания в валютном союзе он увеличивается до 86 %. Ежегодный прирост ВВП с 2003 г. составлял 3 – 6 %, однако спустя год после вступления в еврозону падение ВВП составило около 8 %. Ежемесячный доход увеличился на 15,3 %, производительность труда возросла лишь на 4 % [166].

Возможно, если бы эти страны провели структурные реформы и своевременно корректировали задачи дальнейшего развития, проблем, связанных с задолженностью, снижением конкурентоспособности и экономического роста можно было бы избежать.

5. Оказание финансовой поддержки менее развитым странам более сильными странами Еврзоны. Одним из главных принципов функционирования Евросоюза стала политика кохезии, предполагающая, что самые богатые страны ЕС финансово поддерживают страны с более слабыми экономиками. Перераспределение средств происходит через казну ЕС, в которую каждая из стран отчисляет средства в зависимости от объемов ВВП. Позднее эти средства, в частности, идут на финансирование целевых программ ЕС (причем зачастую действие этих программ в меньшей степени распространяется именно на страны-доноры) и на поддержку участников с меньшими объемами ВВП. Таким образом, сильные страны помогают слабым.

Распределение «доноров» и получателей дотаций остается относительно стабильным на протяжении многих лет. К числу наиболее развитых относятся экономики стран Северной и Западной Европы, они же являются старейшими участницами объединения. Больше всего дотаций получают страны Южной и Восточной Европы, при этом большинство восточноевропейских стран принадлежит к числу новых участников ЕС (сюда, например, входят Польша и страны Прибалтики, на долю которых приходится большая часть выделяемой финансовой поддержки).

Так, по данным исследовательского института Stratfor, опубликованным в октябре 2016 г., в 2015 г. в число «доноров», то есть стран, которые внесли в казну ЕС больше денег, чем получили, вошли 10 из 28 стран Евросоюза. Главными «донорами», по данным исследователей, оставалась Германия (17 млрд. евро в год), Великобритания (13,9 млрд. евро в год) и Франция (6,1 млрд. евро в год). В число «доноров», но с заметным отрывом от лидеров, вошли также Италия, Швеция, Дания, Австрия, Финляндия и Кипр.

Самая большая разница между взносами и полученными средствами (в пользу последних) оказалась у Польши (получила на 9 млрд. евро больше, чем внесла в казну), Чехии (получила на 5 млрд. евро больше), Румынии (на 5 млрд. евро) и Греции (на 4,8 млрд. евро).

Однако если пересчитать взносы из расчета на душу населения страны, то получается, что больше всех «из своего кармана» в казну ЕС в 2015 г. внесли жители Нидерландов (331 евро на человека), Швеции (262 евро на человека) и Великобритании, намеренной покинуть объединение (215 евро с человека). Германия в этом списке находится на четвертом месте – каждый ее житель «выплатил» в казну ЕС 211 евро. В свою очередь, больше всего денег из казны ЕС (по сравнению со сделанными взносами) «получили» жители Люксембурга (разница составила 2 тыс. евро), Словакии (560 евро) и Чехии (523 евро) [167].

Бюджет Евросоюза утверждается сроком на семь лет (последний был согласован в 2014 г. и будет действовать вплоть до 2020 г.), и каждый раз процедура утверждения сопровождается спорами о способе распределения

средств. Однако два кризиса, потрясшие зону евро в 2008–2009 и 2014 годах, а также ситуация, сложившаяся в Греции и ряде экономик в южных странах ЕС, привели к обострившимся взаимным обвинениям, в первую очередь со стороны жителей стран «Новой Европы» и граждан стран-доноров. Последние обвинили новых участников объединения в том, что они фактически живут за счет дотаций, выделяемых странами с более развитыми экономиками, – то есть за счет граждан этих стран. Кроме того, недовольство вызывал поток дешевой рабочей силы, хлынувший из стран Восточной Европы. Как следствие, угроза серьезных социальных и политических последствий внутри самих стран доноров. Результатом подобных настроений в Великобритании, в частности, и стал Brexit.

В свою очередь так называемые страны - «иждивенцы» обвинили Евросоюз в том, что экономическая политика объединения привела к краху экономики страны, а отказ сократить долг не позволяет ситуации стабилизироваться. С другой стороны, именно дотационная политика Евросоюза привела к тому, что в странах Восточной Европы, вышедших из-под влияния социалистической зоны, лишь несколько десятилетий назад не были заложены достаточные основания для самостоятельного экономического развития.

Кроме того, важным фактором, способствующим, в том числе развитию экономик «Старой Европы» является доступ к рынкам других стран на «льготных» условиях европейской экономической зоны. Именно потенциальные потери от резко увеличивающихся таможенных пошлин при торговле с другими странами – членами ЕС стали одним из основных контраргументов со стороны противников Brexit в Великобритании.

6. Одновременное сосуществование в Европейском Союзе стран с суверенными денежными системами и стран Еврозоны в отсутствии интенсивной наднациональной координации и эффективной институционально-правовой базы.

В настоящее время в Европейском союзе 28 стран, и девять из них не входят в единую валютную систему, использующую евро. Великобритания и Дания, юридически освобождены от введения евро. Все остальные страны ЕС должны войти в еврозону после выполнения определенных критериев. Страны имеют право отложить принятие евро. Исключения стран, не вошедших в еврозону, влияют на их положение в союзе, особенно в условиях финансового кризиса. Страны, не являющиеся членами еврозоны, ограничены в возможности принимать участие в решениях, касающихся дальнейшего развития деятельности в рамках интеграции. Кроме того, получение финансовой помощи при кризисной ситуации в экономике ограничено, поскольку стабилизационные фонды по поддержке экономик стран ЕС в основном поддерживают участников еврозоны. Отметим, что, несмотря на ущемленное положение стран, не вошедших в единую валютную систему, их экономики характеризуются большей стабильностью и независимостью. Так, Польша, Чехия, Венгрия, Швеция и др. в условиях кризиса сумели обеспечить полномасштабную

государственную поддержку для стабилизации банковского и реального секторов экономики.

Однако данные исключения противоречат принципам деятельности ЕС в целом, так как ведут к неравноправному статусу стран-участниц на фоне увеличивающихся различий между странами. В данном случае проблема сохранения внутрорегионального единства становится первостепенной.

7. Одним из ярких проявлений накопившихся противоречий и проявлений дезинтеграционных процессов в региональной интеграции стал выход Великобритании – второй экономической державы объединения из Европейского союза (Brexit). Основной причиной выхода из Европейского Союза является мнение граждан Великобритании о том, что стоимость свободного передвижения иммигрантов намного превышает выгоды от участия в ЕС. Сторонники выхода утверждают, что прекращение чистых взносов в ЕС позволит сократить налоги или увеличить государственные расходы. Однако преимущества неочевидны.

Выявим последствия Brexit для Великобритании:

- Великобритания уже пострадала от Brexit, поскольку отмечается тесная торговая взаимосвязь с ЕС. Экономический рост замедлился, многие предприятия перенесли свои головные предприятия в ЕС. Неопределенность в отношении Brexit замедлила рост Великобритании с 2,4 % в 2015 г. до 1,5 % в 2018 г. [168]. Многими экономистами потери в результате выхода оцениваются в пределах 3-9 % ВВП.

- Негативное влияние на национальную финансовую сферу Британии, в том числе на курс национальной валюты, состояние инвестиционных фондов, рынок недвижимости, сферу услуг и т.д. Кроме того, британские компании могут потерять возможность участвовать в торгах по государственным контрактам в любой стране ЕС, которые открыты для стран-членов. Отметим, что доля британского финансового сектора составляет 12 % ВВП. При выходе страны из союза, приток капитала значительно сократится, а отток капитала крупных финансовых организаций может составить более 1 трлн. долл., что эквивалентно 10 % всей банковской системы страны.

- Brexit устранил британский статус – члена Таможенного союза в рамках ЕС. Стоимость британского экспорта, таким образом, повысится за счет тарифов, что отрицательно скажется на конкурентоспособности национальных экспортеров, поскольку их товары в Европе подорожают. Частично удорожание экспорта будет компенсироваться за счет ослабления фунта. Тарифы также повысят цены на импорт в Великобританию. Более трети её импорта поступает из ЕС. Как следствие – повышение показателей инфляции и снижение уровня жизни населения Великобритании. Кроме того, глобальное потепление климата уже негативно отразилось на местном производстве продуктов питания. Стоимость трансграничного проезда и связи может увеличиться. С другой стороны, слабый фунт также способствует удорожанию импорта с других стран, не являющихся членами ЕС, и усиливает конкурентоспособность британских поставщиков.

- Великобритания потеряет доступ к современным технологиям в области охраны окружающей среды, научных исследований и разработок, предоставляемых своим членам ЕС.

- Ограничение трудовой миграции в рамках ЕС негативно скажется как на британских трудовых ресурсах, так и на структуре миграции в целом в рамках ЕС. Из Великобритании активно уезжают мигранты, рискующие лишиться статуса граждан ЕС. Великобритания была одной из важных стран экономической эмиграции жителей прибалтийских государств.

- Возможное установление таможенной границы, разделяющей Ирландскую Республику (член ЕС) и ее северную часть, относящуюся к Великобритании, что возродит политические и экономические противоречия и проблемы. Кроме того, Великобритания может потерять Шотландию, которая проголосовала против Brexit и может вступить в ЕС.

Последствия Brexit на ЕС:

- Снижение экономических показателей Великобритании вследствие ограничения свободной торговли негативно отразится на всех экономиках стран ЕС и на мировой экономике в целом.

- За счет Brexit предполагается, что Евросоюз потеряет около 14 % ВВП. Это предполагает пересмотр европейского бюджета. Великобритания должна оплатить 33 млрд. фунтов стерлингов за выход из ЕС.

- Выход Великобритании из Евросоюза приведет к увеличению взносов остальных членов ЕС в общую казну. Соответственно, дотации относительно бедным государствам Евросоюза уменьшатся, в том числе странам Балтии (Литва, Латвия и Эстония).

- Brexit разрушает основы европейской интеграции и может спровоцировать тенденцию выхода и других стран (Дания, Швеция и др.) из состава ЕС, что ослабит экономические и политические позиции данного объединения на мировой арене.

Таким образом, в условиях мировой финансовой нестабильности, глубокой интеграции хозяйственной деятельности и значительной взаимозависимости стран-участниц ЕС, неоднородность экономического развития порождают противоречия в международных отношениях. Менее развитые страны объединения замедляют развитие стран - лидеров, в то же время, наиболее развитые страны обладают преимущественными позициями при извлечении выгод, что усиливает дезинтеграционные процессы.

Евро не смог обеспечить основных целей в рамках валютного союза: благосостояния, достижения абсолютного уровня экономического и валютного союза. Основными проблемами, с которыми сталкиваются страны еврозоны, являются растущая дефляция, высокий уровень безработицы, внутренние коммерческие дисбалансы, отсутствие экономического роста, увеличение бюджетного дефицита и государственного долга, политические разногласия, отсутствие единого эффективного плана государств-участниц по преодолению текущих проблем. Деятельность ЕС в большей степени основывается на политических, а не на экономических приоритетах. Не существует никаких

технических барьеров для любого из решений кризиса в еврозоне: реструктуризация задолженности, скоординированные налоговые стимулы, гармонизированное финансовое регулирование.

Чтобы сохранить валютный союз, еврозоне нужен настоящий кредитор последней инстанции, например, в лице ЕЦБ, который в условиях кризиса доверия мог бы стабилизировать финансовые рынки путем кредитования правительств через более глубокую координацию фискальной политики и повышение мобильности рабочей силы среди членов еврозоны. Данные действия предполагают централизацию экономической власти и более глубокую политическую интеграцию на основе взаимовыгодного сотрудничества. Одним из условий экономического успеха является надежный банковский союз, способный выявлять и ликвидировать неплатежеспособные банки с целью сохранения национальных финансовых потоков, а также страховать межнациональные вклады за счет обеспеченного финансового фонда.

Представители северной Европы предлагают усилить контроль над национальными бюджетами, чтобы избежать повторения финансовых трудностей, которые привели Грецию к грани банкротства. Политики южной Европы выступают за экономическое правительство, оснащенное новыми источниками финансирования и способностью регулировать инфляцию. Сторонники последнего направления утверждают, что единая валюта выживет, только если ЕС перейдет к такому типу фискального союза с надзорными полномочиями над национальными бюджетами и, в идеале, с собственным бюджетом, чтобы предоставлять финансирование по социальному страхованию, которые могли бы смягчить членство государств, сталкивающихся с рецессией [169]. Однако передача бюджетных полномочий наднациональному органу еще больше может усугубить различия между экономиками и сократить независимость менее развитых стран еврозоны. Таким образом, судьба еврозоны остается под большим вопросом, который может проясниться только на практике с учетом глобальных экономических трендов (деглобализации, многополярности, регионализации и т.д.)

3 ПРОБЛЕМЫ И ПРИОРИТЕТЫ ВАЛЮТНОЙ ПОЛИТИКИ КАЗАХСТАНА В ПРОЦЕССЕ ИНТЕГРАЦИИ В МИРОВУЮ ВАЛЮТНУЮ СИСТЕМУ

3.1 Становление и этапы развития валютной системы Казахстана

Интеграция РК в мировую экономику способствовала формированию национальной валютной системы, становление которой, по нашему мнению, условно можно разделить на следующие этапы:

1) Подготовительный этап формирования национальной валютной системы 1991 – 1993 гг.

2) Этап введения и становления национальной валюты 1993 – 1995 гг.

3) Этап стабилизации валютного рынка 1995 – 1998 гг.

4) Кризисный этап валютного рынка 1998 – 1999 гг.

5) Этап дальнейшего развития и либерализации валютного рынка Казахстана в условиях режима плавающего обменного курса 1999 г. – 2007 гг.

6) Период глобального финансово-экономического кризиса 2008 г. и предотвращения его негативных последствий по настоящее время. Переход на режим инфляционного таргетирования.

На начальном этапе формирования валютной системы были заданы стратегические ориентиры на основе западной модели рыночной экономики, предполагающей либерализацию цен и ограничительную денежно-кредитную политику. Так, становление внутреннего валютного рынка страны началось с 1991 г., когда Законом Казахской ССР «О валютном регулировании Казахской ССР» была практически отменена государственная монополия на внешнеэкономическую деятельность, также был установлен перечень валютных операций, связанных с движением капитала, которые необходимо было лицензировать в Государственном банке Казахской ССР. Были устранены ограничения на осуществление валютных сделок через уполномоченные банки. С целью стимулирования валютного рынка разрешено открытие текущих валютных счетов гражданам без подтверждения источника доходов в иностранной валюте, а также отменена уголовная ответственность за незаконные валютные операции [170].

Реформирование платежной системы, унаследованной от прежней централизованной плановой системы, поддерживаемой Государственным банком бывшего Советского Союза, началось с перевода в 1991 г. счетов межфилиальных оборотов национальных коммерческих банков на корреспондентские счета, открытые в филиалах республиканского банка РК. Это позволило закрыть межфилиальный оборот, упорядочить организацию межбанковских расчетов и обеспечить исполнение кассового обслуживания коммерческих банков. В 1992 г. в республиканском банке были открыты корреспондентские счета для национальных/центральных банков стран СНГ.

В 1992 г. Казахстан вышел на мировую арену, став членом Международного валютного фонда.

13 апреля 1993 г. Казахский республиканский банк Госбанка СССР был переименован в Национальный банк РК в соответствии с Законом «О Национальном банке РК», который является основным финансовым регулятором [171].

14 апреля 1993 г. принят Закон РК «О валютном регулировании», который установил принципы реализации валютных операций в РК, дифференцировал права и обязанности субъектов валютных отношений, утвердил ответственность за нарушение валютного законодательства. Основными задачами валютного регулирования являлись соблюдение определенного алгоритма расчетов в национальной валюте, переход на рыночный обменный курс национальной валюты, установление порядка проведения валютных операций [172].

Обретение РК суверенитета на фоне прекращения экономических связей со странами-членами бывшего СССР, переход к рыночному ценообразованию при отсутствии рыночной инфраструктуры и конкурентной среды способствовали гиперинфляции, стагнации экономики, финансовому и платежному кризису. Так, показатели инфляции в 1992 г. достигли 3060 %, в 1993г. – 2265 %, в 1994 г. – 1258 % [173]. Неорганизованная налоговая система, отток капитала, социальная напряженность негативно воздействовали на экономический рост на фоне отсутствия инвестиций и сбережений. Спад экономики в 1991–1995 гг. составил в среднем 9,3 %.

Платежные операции между предприятиями были приостановлены, что вело к росту неплатежей в значительных объемах. Дефицит ликвидности покрывался Национальным Банком за счет кредитования предприятий, банков и Правительства, что еще больше способствовало гиперинфляции.

Преодоление кризиса требовало от властей проведения жесткой денежно-кредитной политики путем введения национальной валюты. Указом Президента от 12 ноября 1993 г. «О введении национальной валюты РК», тенге стал основой казахстанской валютной системы [174].

Казахстан стал одной из последних стран СНГ, которая ввела в оборот национальную валюту. В сентябре 1993 г. между Российской Федерацией и Казахстаном было подписано соглашение об объединении денежных систем и проведении согласованной ДКП. Предполагалось, что Казахстан останется в рублевой зоне. По этой причине была даже распущена государственная комиссия по подготовке введения национальной валюты. Однако РФ выдвинула встречные требования, которые для Казахстана являлись кабальными. Так, казахстанские ЗВР должны были перейти в управление РФ. Кроме того, введение многими странами бывшего Советского Союза своих денежных единиц привело к росту неконтролируемого сброса денег старого образца в республику. Это обусловило ускорение темпов инфляции и снижение уровня жизни населения. Таким образом, в кратчайшие сроки была заново сформирована Государственная комиссия по введению национальной валюты (3 ноября 1993 г.), а 15 ноября 1993 г. тенге введен в обращение в соотношении 1 тенге = 500 рублей, на тенге обменивались банкноты и монеты в российских и

советских рублях. Тенге является неразменной валютой. Неразменная валюта – это деньги, которые объявлены правительством в качестве законного платежного средства, хотя они не имеют действительной стоимости и не подкрепляются резервами [175].

Экономический кризис, дефицит золотовалютных резервов и неудачно проведенный межхозяйственный зачет взаимной задолженности внутри республики способствовали постоянной девальвации тенге.

На день ввода национальной валюты республика была обеспечена собственными золотовалютными резервами в объеме 452 млн. долл., что составило 60 – 65 % от необходимой потребности. По приблизительным расчетам валютный запас республики должен быть в 1,5–2 раза выше выпускаемой в обращение массы национальной валюты для поддержания твердого курса национальной валюты в период стабилизации экономики [176]. Кроме того, валютные резервы страны необходимы для проведения валютных интервенций, обеспеченности ликвидностью финансовой системы для поддержания стабильности экономики.

Политика фиксированного обменного курса национальной валюты не смогла бы решить проблему поддержания внутренней стабильности тенге и сдерживать темпы ее девальвации в условиях стремительно растущего спроса на иностранную валюту, порождаемого в определенной степени недоверием населения к тенге. В этих условиях было принято решение о переходе на режим регулируемого плавающего обменного курса с интервенциями НБРК с целью дальнейшего снижения темпов инфляции и девальвационных ожиданий. Необходимой мерой стало принятие Указа Президента РК 27 декабря 1993 г. «О неотложных мерах по формированию валютных резервов государства и упорядочению валютных расходов», согласно которому в целях сглаживания колебаний курса тенге НБРК проводил интервенции на валютном рынке за счет золотовалютных резервов [177].

17 ноября 1993 г. для организации и развития национального валютного рынка была создана Казахстанская межбанковская валютная биржа, которая спустя несколько лет была переименована в Казахстанскую фондовую биржу (KASE). С момента своего создания KASE является единственной в Казахстане торговой площадкой, обслуживающей фондовый, валютный и денежный рынки, где и формируются валютные курсы. Участвуя в торгах KASE, НБРК регулирует валютные курсы. Также было предусмотрено создание широкой сети обменных пунктов с целью обеспечения населения наличной иностранной валютой.

Определяющими задачами в период становления тенге было укрепление платежной функции, повышение доверия к тенге, формирование ликвидного валютного рынка. В этих целях издан Указ Президента РК «О неотложных мерах по развитию валютного рынка РК» от 31 декабря 1993 г. В соответствии с Указом с 1 января 1994 г. оплата экспортно-импортных пошлин и таможенных платежей переводится в тенге. Все предприятия, за исключением уже функционирующих предприятий с участием иностранного капитала,

обязаны были продавать 50 % выручки от экспорта в иностранной валюте через уполномоченные банки на Казахстанской межбанковской валютной бирже [178]. Данные меры повысили ликвидность валютного рынка и спрос на тенге, содействовали формированию более «прозрачной» валютной системы.

Закон «Об иностранных инвестициях», принятый в 1994 г. обеспечил свободу денежных переводов и репатриации прибыли для иностранных инвесторов, ввел запрет на бартер между юридическими лицами. Как следствие расширение предложения иностранной валюты на национальном рынке, повышение эффективности торговых сделок. Кроме того, были отменены ограничения на вывоз юридическими лицами товаров, приобретенных в РК в национальной валюте, а производителям разрешено вывозить свою продукцию без ограничений, за исключением продукции, подлежащей квотированию и лицензированию, или представляющей национальное достояние [179]. Данная мера расширила применение тенге в международных расчетах и платежах.

30 марта 1995 г. вышел новый Закон РК № 2155 «О Национальном Банке РК», направленный на проведение эффективной денежно-кредитной политики посредством достижения низкой инфляции и стабильного обменного курса в целях обеспечить условия для стабильности национальной валюты. НБРК применялись следующие основные инструменты: кредитование коммерческих банков, установление официальной ставки рефинансирования и минимальных резервных требований, проведение операций на внутреннем валютном рынке, ломбардные кредиты, краткосрочные ноты Национального банка [180]. Использование данных инструментов привело к снижению темпов инфляции с 60,3 % в 1995 г. до 1,9 % в 1998 г. В 1996–1999 гг. среднегодовой рост производства составил 0,75 %, однако, ослабление тенге продолжалось. Тем не менее, этап становления национальной валюты заложил основу для стабилизации валютной системы в целом.

1995 г. стал переломным этапом развития валютной системы Казахстана в сторону стабилизации. Снижение показателей инфляции, рост производства, увеличение притока иностранного капитала, укрепление финансовых позиций национальных инвесторов усилили доверие к тенге и ее позиции по отношению к доллару США. Девальвация тенге по отношению к доллару США составила 17,9 %, вместо 760 % в 1994 г. [181].

В условиях положительной тенденции финансовые регуляторы начали применять политику либерализации валютных отношений с целью активизации экономической деятельности. В результате, с 10 июня 1995 г. норма продажи экспортной выручки была снижена до 30 %, а с 4 августа 1995 г. отменена, что улучшило ликвидность межбанковского валютного рынка.

16 ноября 1995 г. НБРК отменил существующие требования по предоплате импортных контрактов на сумму, превышающей 30 %, а также ввел свободный порядок конвертации и покупки иностранной валюты на внутреннем рынке РК для нерезидентов, имеющих тенговые счета.

Валютный рынок начал развиваться не только экстенсивно, но и интенсивно благодаря введению новых финансовых инструментов, таких как проведение

СВОП – операций, введение механизма хеджирования валютных рисков на основе валютных фьючерсов.

Основной предпосылкой вступления Казахстана в международное рыночное хозяйство являлось намерение достижения полной конвертируемости валюты. 16 июля 1996 г. РК присоединился к условиям статьи VIII Соглашения МВФ по обеспечению свободной конвертируемости, согласно которым запрещается практика ограничения текущих международных платежей, множественности валютных курсов и дискриминационных мер в области валютного регулирования [182]. НБРК обеспечил беспрепятственное передвижение денежных переводов в виде иностранных инвестиций, нерезиденты в свободном порядке стали конвертировать и покупать иностранную валюту на внутреннем рынке, а физические лица получили разрешение на вывоз иностранной валюты в определенной сумме без представления подтверждающих документов. Эти меры имели противоречивый характер, так как конвертируемость валюты позволила отечественным производителям конкурировать с зарубежными производителями, однако поспешная валютная либерализация в условиях отсутствия реальных предпосылок вызвала «бегство» капитала.

Таким образом, для предотвращения вывоза капитала в новом законе, принятом в декабре 1996 г. «О валютном регулировании» основные изменения коснулись ограничений по проведению валютных операций. Согласно закону, все текущие операции, а именно переводы дивидендов, вознаграждений и других инвестиционных доходов проводятся без ограничений. Отток капитала лицензируется, а приток не ограничивается, но регистрируется с целью статистического учета [183].

Результатом этапа стабилизации валютной системы, в условиях перехода к рыночной экономике, является: внедрение принципов либерализации в регулировании валютных рынков, сокращение ограничений движения капитала, достижение относительно стабильного валютного режима, преобразование институциональных элементов финансовой системы, расширение финансового рынка за счет новых участников и инструментов.

Азиатский финансовый кризис 1997–1998 гг., российский финансовый кризис 1998 г., резкое снижение мировых цен на нефть и цветные металлы привели к девальвации тенге, что спровоцировало отток капитала и ускорение инфляции. При этом девальвация национальных валют стран торговых партнеров способствовала повышению реального курса валюты и снижению конкурентоспособности казахстанского экспорта. В целях стабилизации курса тенге и сохранения валютных резервов страны с 5 апреля 1999 г. был введен режим свободного плавающего обменного курса, что требовало поддержания равновесного состояния финансового рынка. Национальный Банк вернулся к применению требований для экспортеров об обязательной продаже 50 % выручки от экспорта товаров (работ, услуг). Были снижены резервные требования для коммерческих банков с 10 % до 5 %, ослаблены пруденциальные нормативы для обеспечения ликвидности банковской системы

в условиях перехода к режиму свободного плавания. Для стабилизации ситуации была обеспечена государственная защита вкладов населения и юридических лиц, депозиты которых при добровольной заморозке на 9–12 месяцев конвертировались в доллары по курсу, который сложился до девальвации. Также конвертировались государственные ценные бумаги, находящиеся в портфеле пенсионных фондов из тенговых в валютные по первоначальному курсу.

В ноябре 1999г. был создан АО «Казахстанский фонд гарантирования депозитов». Кроме того, Министерством финансов были выпущены валютные облигации для защиты активов пенсионного фонда. Накопления пенсионных фондов были необходимы для сохранения спроса на государственные ценные бумаги. В целях покрытия дефицита государственного бюджета Правительством РК были выпущены краткосрочные валютные обязательства по фиксированной цене в тенге по отношению к доллару. НБРК для расширения инструментов ДКП выпустил краткосрочные валютные ноты. Данные меры, благоприятные условия на мировых товарных рынках, а также увеличение объемов внешних займов банков второго уровня способствовали сокращению уровня долларизации и оттока капитала. Стабилизация на валютно-финансовом рынке способствовала отмене в ноябре 1999 г. требования о продаже части экспортной валютной выручки.

За счет существенного увеличения объемов добычи нефти и газа к 2000 г., отмечалось увеличение прямых иностранных инвестиций. Ограничения на вывоз резидентами капитала за границу способствовало появлению риска дисбаланса движения капитала в экономике, а именно увеличение избыточного валютного предложения. Как следствие, укрепление курса национальной валюты, повышение зависимости экономики РК от внешних ценовых шоков, рост денежной массы в связи с покупкой НБРК излишков иностранной валюты на внутреннем валютном рынке, возникновение «голландской болезни», снижение конкурентоспособности импортозамещающей продукции, инфляция. Поэтому основой регулирования движения капитала являлось стимулирование вложений резидентов в иностранные активы в целях получения инвестиционных доходов, снижения рисков избыточного валютного капитала в экономике.

С целью снижения зависимости экономики от нефтяного сектора и воздействия неблагоприятных внешних факторов, в 2000 г. был создан Национальный фонд РК Указом Президента РК для стерилизации денежного предложения. Основными функциями Фонда являются стабилизация республиканского бюджета (снижение его зависимости от конъюнктуры мировых цен путем прекращения поступлений сверхдоходов экспорта сырья в бюджет страны) и формирование накоплений для будущего поколения.

В соответствии с методологией МВФ активы в фондах национального благосостояния, особенно ликвидная часть, могут быть использованы в качестве дополнительных резервов при устранении внешних угроз. Обычно, фонды со стабилизационной функцией используются тогда, когда цены на

сырьевые товары падают, оказывая поддержку платежному балансу. Также, во время кризисов, некоторые фонды оказывают поддержку банковскому сектору путем предоставления дополнительной ликвидности.

Поддержание необходимого уровня валютной ликвидности также обеспечивается за счет накопления золотовалютных резервов, что позволяет своевременно и в полном объеме обеспечивать исполнение международных обязательств. При значительном превышении предложения над спросом на валюту на внутреннем рынке Национальный Банк в целях поддержания стабильности валютного рынка осуществляет покупку валюты, увеличивая тем самым свои золотовалютные активы. В начале 2000 г. НБРК принимал активное участие на торгах валютной биржи, преимущественно скупая иностранную валюту. Отметим, что данная мера является противоречивой. С одной стороны пополняются ЗВР, которые необходимы для покрытия рисков вследствие сырьевой направленности экономики, с другой, средства, которые могли бы быть направлены в производственную базу страны, замораживались на долгосрочный период на иностранных счетах в зарубежных банках под низкие проценты.

Изменение уровня золотовалютных резервов происходит с развитием и углублением уровня интеграции Казахстана в глобальную экономику. Если по итогам 1993 г. золотовалютные резервы Казахстана составляли 0,7 млрд. долл. США, то на конец января 2019 г., по информации НБРК, составили 58,246 млрд. долл. США[184]. Исходя из мирового опыта, можно утверждать, что на устойчивость национальной валюты влияет в большей степени не наличие ЗВР, а степень развития национального производства товаров и услуг.

В целях повышения конкурентоспособности казахстанской экономики и повышения эффективности использования международных финансовых ресурсов встал вопрос о разработке новых механизмов валютного регулирования. Так, с 2000 г. преобразование механизма валютного регулирования реализовывалось в направлении либерализации порядка проведения валютных операций и формирования соответствующей законодательной базы. Валютный контроль проводился при осуществлении экспортно-импортных операций, обменных операциях с наличной иностранной валютой; движении капитала; надзоре субъектов валютного рынка.

Кризисный этап способствовал разработке более гибкого механизма регулирования оттока капитала, который был включен в Закон "О внесении изменений и дополнений в некоторые законодательные акты РК по вопросам валютного регулирования", принятый в феврале 2001 г. Несмотря на ужесточение валютного контроля, некоторые ограничения были сняты. Так, для физических лиц максимальная сумма единовременных платежей и переводов, сумма наличной иностранной валюты, вывозимой лицами-резидентами за пределы РК, без открытия банковского счета и предоставления подтверждающих документов, была увеличена с 3 до 10 тыс. долл. США. Для юридических лиц расширен список оснований для приобретения иностранной валюты юридическими лицами резидентами на внутреннем валютном рынке и

снято ограничение для лиц нерезидентов на покупку иностранной валюты только на средства в тенге, полученные в результате проведения текущих валютных операций [185].

13 марта 2002 г. постановлением НБРК введены в действие Правила лицензирования деятельности, связанной с использованием валютных ценностей. Согласно данному постановлению национальным юридическим и физическим лицам разрешено проведение следующих валютных операций, которые ранее были запрещены, за исключением государственных и банковских структур: 1) открывать и держать зарубежные счета в иностранных банках; 2) проводить операции, предполагающие вывоз капитала; 3) зачислять иностранную валюту, получаемую в виде кредита от нерезидента на счета третьих лиц; 4) вести розничную продажу и предоставлять услуги за наличную валюту [186]. Таким образом, в 2002г. отмечается отсутствие ограничений по текущим операциям, совершенствование системы лицензирования.

В 2002 г. НБРК разработал Концепцию поэтапной либерализации валютного режима в РК, основной целью которой являлась полная отмена валютных ограничений движения капитала и переход к полной конвертируемости тенге по текущим и капитальным операциям к 2007 г. В рамках первого этапа программы либерализации валютного режима на 2003–2004 гг. проводилось снятие ограничений на отток капитала, а также было совершенствовано валютное законодательство, согласно которому посредством смягчения валютного регулирования инвестиций в высококачественные ценные бумаги нерезидентов, были созданы условия для диверсификации инвестиционного портфеля [187].

Второй этап либерализации валютного режима, реализуемый на основе Программы 2005–2007 гг., характеризуется оптимизацией механизма валютного регулирования и валютного контроля через отмену дублирующих требований валютного законодательства; приближением к балансу режима валютного регулирования по притоку и оттоку капитала; более активным применением инструментов хеджирования рисков при проведении валютных операций; полным переходом на международные принципы регулирования и надзора за валютными операциями финансовых организаций [188].

Заключительным этапом либерализации является вступление в силу основного закона «О валютном регулировании и валютном контроле» от 13 июня 2005 г. №57–III, согласно которому целью валютного регулирования является содействие государственной политике по достижению устойчивого экономического роста и обеспечению экономической безопасности страны. Задачами стали: 1) установление порядка обращения валютных ценностей в стране; 2) создание условий для дальнейшей интеграции страны в мировую экономику; 3) обеспечение информационной базы по валютным операциям и потокам капитала [189].

Законом полностью отменено лицензирование операций по движению капитала (операции с ценными бумагами, инвестициями, открытия счетов в иностранных банках), кроме деятельности пунктов обмена валют; введена

новая упрощенная схема экспортно-импортного валютного контроля, предполагающая отсутствие дополнительных административных ограничений; сняты ограничения на конверсионные операции юридических лиц на внутреннем валютном рынке; введена новая схема исполнения репатриации валюты. Устранены законодательные ограничения на конвертируемость тенге по текущим и капитальным операциям и созданы предпосылки для перехода к полной конвертируемости тенге. Однако фактически тенге является конвертируемым лишь для резидентов РК. В мировой системе конвертируемости валют тенге относится к разряду частично конвертируемой. Полной конвертации национальной валюты препятствует низкий спрос на нее на зарубежных валютных рынках и невозможность в связи с этим использования в качестве средства расчетов по внешнеэкономическим сделкам. Проблема конвертируемости тенге также неизбежно связана с установлением его реального валютного курса.

С целью создания информационной базы по валютным операциям и движению капитала, необходимой для аналитического мониторинга введены режимы регистрации и уведомления по крупным валютным операциям (поступление капитала в РК на сумму свыше 500 тыс. долл. США, а из РК на сумму свыше 100 тыс. долл. США). Режим регистрации предусматривает предоставление резидентами в НБРК копии валютного договора о проведении движения капитала до проведения операции, режим уведомления заключается в предоставлении в НБРК информации по операции после проведения операции.

Требование репатриации валюты (возврат экспортной выручки и неиспользованного аванса за импорт на счета в казахстанские уполномоченные банки) по внешнеторговым сделкам, сумма которых превышает 50 тыс. долл. США в пределах фиксированного срока отменено. Срок репатриации устанавливается экспортерами и импортерами самостоятельно. Требование регистрации и уведомления, репатриации распространяется только на резидентов РК.

На данном этапе завершена программа валютной либерализации, которая способствовала снижению затрат субъектов внешнеэкономической деятельности по выполнению требований валютного законодательства; увеличению движения казахстанского капитала за рубеж; активизации использования инструментов, снижающих риски волатильности валютных курсов, цен на товары и процентных ставок. Стоит отметить, что валютная либерализация, снимая препятствия для движения капитала, способствует как быстрому притоку, так и оттоку капитала. Либерализация может привести к следующим отрицательным эффектам: отток капитала в виде валютной выручки экспортеров в иностранные банки; инвестирование внутренних сбережений в иностранные активы, а не в национальную экономику; отток сбережений населения на зарубежные счета; дестабилизирующий эффект краткосрочного портфельного капитала, имеющего спекулятивный характер, что негативно отражается на национальной экономике и валютном рынке РК.

В целом 2000 – 2007 гг. характеризуются благоприятными внутренними и внешними факторами. Усилившаяся деловая активность в мире, повышение цен на мировых сырьевых рынках положительно влияли на экономический рост в РК. Динамика курса тенге была стабильной, что говорит о достижении основной цели по обеспечению внешней и внутренней устойчивости тенге. Реальный рост валового внутреннего продукта за данный период в среднем превышал 10 %. Инфляция в годовом выражении составляла менее 9–10 %.

В 2007–2009 гг. мировой финансовый кризис негативно отразился на национальном валютном рынке. В 2009 г. на законодательном уровне в рамках закона «О валютном регулировании и валютном контроле» введен механизм оперативного реагирования, в виде применения специального валютного режима по ограничению валютных операций в случае угрозы экономической безопасности РК и стабильности ее финансовой системы. До этого времени данный защитный механизм Республикой Казахстан не применялся.

Также были внесены дополнения, целью которых было смягчение режимов валютного регулирования и упрощения административных процедур. В частности, деятельность по осуществлению розничной торговли и оказанию услуг за наличную иностранную валюту была освобождена от лицензирования; требование к физическим лицам-резидентам по уведомлению Национального Банка об открытии банковских счетов в иностранных банках отменено; расширены минимальные пороговые значения для операций, подлежащих регистрации, уведомлению и оформлению паспорта сделки; из перечня подлежащих регистрации или уведомлению операций движения капитала исключены отдельные виды операций; установлены формы уведомления в виде предоставления периодических отчетов обслуживающими финансовыми институтами вместо разовых уведомлений, получаемых самими клиентами. Требования по репатриации валютной выручки были упрощены путем уточнения понятия «репатриация», срока репатриации, а также уточнение применения административной и уголовной ответственности за невозвращение из-за границы средств в национальной и иностранной валюте [190].

Экономическая интеграция РК создает необходимость постановки новых задач перед финансовыми регуляторами. Так, в связи с вхождением в Таможенный Союз в январе 2012 г. были внесены изменения в Закон «О валютном регулировании и валютном контроле», связанные с механизмом перемещения физическими лицами наличных денежных средств и (или) денежных инструментов через таможенную границу Таможенного союза. Процедура оформления паспорта внешнеторговой сделки была заменена на упрощенную процедуру учетной регистрации контракта. Поправки также обеспечили упрощение порядка осуществления резидентами отдельных видов валютных операций и уточнение процедуры режимов валютного регулирования.

В 2015г. сформировался Евразийский экономический союз, в 2016 г. РК присоединилась к Всемирной торговой организации (ВТО). В Казахстане созданы Международный центр приграничного сотрудничества «Хоргос» и

Международный финансовый центр «Астана», где предусматривается особый режим валютного регулирования. Став полноправным членом мировой экономики, необходимо подстраиваться под новые экономические условия, поскольку с притоком иностранных инвестиций увеличивается отток капитала за рубеж.

Адаптация РК к современным экономическим реалиям способствовала введению в действие с 1 июля 2019 г. нового Закона «О валютном регулировании и валютном контроле» от 2 июля 2018 г. № 167–VI, который имел ряд существенных различий в валютном регулировании по сравнению с законом от 13 июня 2005 г., переставший соответствовать новым условиям.

Основные принципы проведения валютных операций, цели валютного контроля, концептуальные принципы либерального валютного режима были сохранены. Изменения связаны с созданием автоматизированной информационной базы по валютным операциям, которая должна способствовать формированию макроэкономической статистики, внедрению системы идентификации рисков и угроз при трансграничных потоках капитала, противодействию отмывания денег и финансирования терроризма [191].

Закон 2005 г. запрещал деятельность филиалов иностранных банков на территории РК. Однако в рамках ВТО Казахстаном приняты обязательства по снятию ограничений функционирования на казахстанском рынке филиалов иностранных нефинансовых организаций, а с декабря 2020 г. филиалов иностранных банков и страховых организаций.

Таким образом, основные изменения в новом законе заключаются в пересмотре статуса валютного резидентства для подразделений иностранных нефинансовых организаций, занимающиеся предпринимательской деятельностью на внутреннем рынке РК. Согласно Закону 2005 г. филиалы иностранных организаций признавались нерезидентами, что позволяло им беспрепятственно вывозить доходы при производстве иностранными компаниями значительной доли экспорта и ВВП страны, особенно в сырьевой сфере.

Помимо иностранных нефинансовых организаций, филиалы иностранных банков и страховых организаций также будут признаны резидентами. Расчеты в иностранной валюте между филиалами иностранных организаций, вне зависимости от статуса резидентства не ограничиваются. С казахстанскими юридическими и физическими лицами все операции должны будут проводиться только в тенге, с целью снижения долларизации экономики. Кроме того, пересмотр статуса валютного резидентства способствует формированию информационной базы по валютным операциям.

Новый закон не ограничивает операции по движению капитала, поскольку в условиях глобализации введение ограничительных мер может привести к негативным последствиям, таким как ухудшение инвестиционного климата, уклонение от требований валютного законодательства, рост административных затрат финансовых регуляторов и бизнеса. Кроме того, протекционизм стран в рамках интеграционных объединений противоречит основным принципам

данного процесса и содействует неэффективности дальнейшего экономического развития страны, усиливая отток капитала.

Применение валютных ограничений в отношении трансграничного капитала может быть обосновано при угрозе финансовой безопасности страны, когда другие инструменты валютного регулирования неэффективны.

Предусмотренная законом интенсификация мониторинга международных валютных договоров направлена на выявление сомнительных сделок, направленных на вывод капитала из РК.

По новому закону о Валютном регулировании небанковским обменным пунктам будет предоставлено право на покупку и продажу аффинированного золота в слитках, выпущенных Национальным Банком, а профессиональным участникам рынка ценных бумаг предоставлено право покупать, продавать иностранную валюту на внутреннем валютном рынке по поручению клиентов. Данная мера будет способствовать развитию национального рынка золота.

Отметим, что национальный рынок золота развит слабо. На товарной бирже Казахстана ETS производятся фьючерсные операции по купле-продаже аффинированного золота в слитках. В целом аффинаж в Казахстане очень дорогой, то есть окончательная очистка золота трех или четырех девяток в 2 – 2,5 раза дороже, чем, например, в Швейцарии. Поэтому большинство производителей доводят золото до сплава Доре, затем этот сплав вывозится на аффинаж в Швейцарию. Чаще всего и остается в Европе. А потом, когда золото кому-то нужно либо для инвестиционных целей, либо для ювелирных целей, оно потом тоже покупается там же, в Европе. Аффинированное золото в слитках отнесено к валютным ценностям.

Одним из значимых изменений в законе является разрешение на участие в биржевой валютной торговле помимо банков, брокерским (дилерским) организациям, что должно содействовать увеличению ликвидности валютного рынка, эффективности рыночного курсообразования, улучшению прозрачности операций на валютном рынке, снижению валютных рисков. Предполагается, что в перспективе физические и юридические лица также получат разрешение на проведение валютных операций на бирже посредством посреднических услуг, в том числе альтернативных.

Функционирующие на казахстанском рынке альтернативные финансовые посредники, такие как форекс – компании и дилинговые центры оказывают посреднические услуги на зарубежных валютных рынках и освобождены от лицензирования своей деятельности. Таким образом, казахстанские клиенты подвержены высокому риску банкротства, вследствие неспособности таких компаний отвечать по своим обязательствам. Поэтому государственное регулирование в данной сфере снизит инвестиционные риски физических лиц на валютном рынке.

Таким образом, с момента введения национальной валюты, РК добилась значительных успехов в становлении адекватной рыночной экономике финансовой системы, в том числе ее составной части, валютной системы. По мере развития валютной системы формировалась соответственно валютная

политика, первостепенной задачей которой является поддержание стабильности курса национальной валюты, поскольку дестабилизация национальной валюты может развалить экономику любой страны в целом.

В связи с вхождением РК в мировую экономику, экономика страны развивалась на основе политики либерализации «Вашингтонского консенсуса», навязываемого Международным валютным фондом развивающимся странам. Валютный либерализм – политика, направленная на минимизацию валютного контроля со стороны государства через установление режима свободного плавания валютного курса национальной денежной единицы, снятие ограничений и запретов на валютные операции, связанные с внешней торговлей и движением капитала. Формы либерализма, закрепленные в казахстанских законодательных актах, позволяли государству контролировать финансовый сектор, формируя финансовую инфраструктуру, однако исключали возможность масштабного вмешательства государства в процессы сбережений, накопления, посреднических функций финансового сектора.

Проведение либерализации не рыночными, а законодательными методами еще больше спровоцировало тенденцию уязвимости страны от спекулятивных потоков иностранного капитала и увеличивающегося внешнего долга. Как следствие, постоянное ослабление тенге. Введенный после обвала тенге в 1999 г. свободно плавающий режим фактически не является таковым, поскольку, несмотря на активную политику по дедолларизации экономики, роль доллара и политики ФРС достаточно значимы для казахстанской экономики.

Исходя из данных условий, выявляются проблемы дефицита ликвидности, уменьшения инвестиционных ресурсов, упущения доходов от «сбежавшего» капитала, снижения устойчивости всех сегментов финансового рынка, ухудшение состояния платежного баланса. Кроме того, сырьевая направленность экономики РК, недостаточно развитые финансовые рынки, зависимость от денежно-кредитной политики мировых финансовых регуляторов и состояния экономик стран основных партнеров РК негативно отражается на всех элементах национальной валютной системы, а в итоге на социально-экономическое развитие страны.

Управление рисками субъектами национальной финансовой системы не достигло соответствующего уровня их преодоления, что предопределяет совершенствование национальной валютно-финансовой системы Казахстана практически на всех этапах ее развития.

Предотвратить негативные последствия в валютной сфере и в управлении финансами в целом может частичный отход от либеральной модели рыночной экономики в финансовой сфере через совершенствование финансового сектора, снижение уровня проблемных активов банковской системы и обеспечение стабильного диверсифицированного роста. Либерализация должна проводиться в приемлемой мере, которая будет отвечать интересам дальнейшего экономического развития РК.

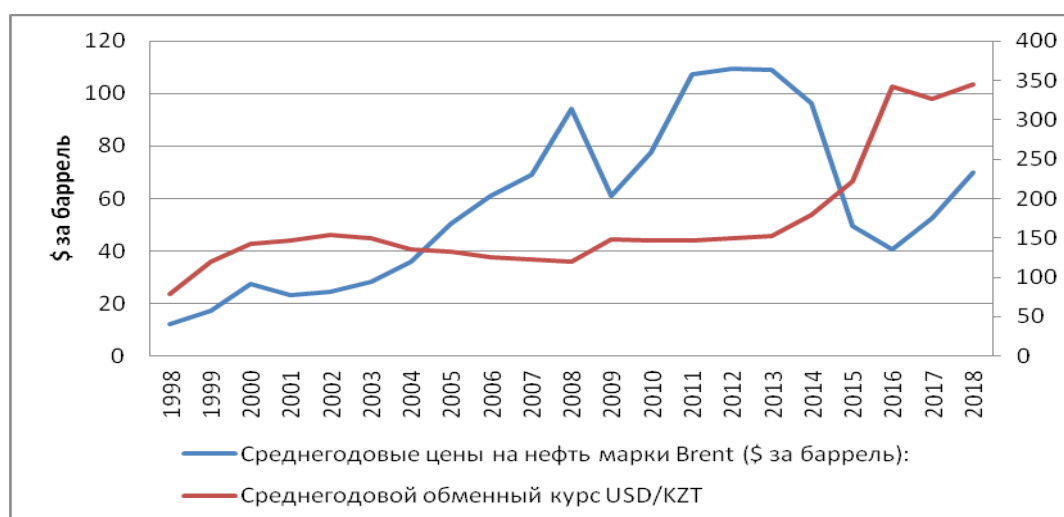
3.2 Система валютного регулирования Республики Казахстан и проблемы устойчивости курса национальной валюты

Одной из главных проблем казахстанской экономики является нестабильность валютно-финансовой системы, выраженной в слабой национальной валюте, которая является, в свою очередь, ключевым показателем международной конкурентоспособности национальной экономики. С момента введения национальной валюты РК – тенге отмечается тенденция постоянного его обесценивания. Так, в 1993 г. один доллар стоил 4,7 тенге, это был самый высокий курс тенге. К 1999 г. доллар вырос уже с 84 до 138 тенге. На 2018 г. средний курс тенге к доллару составил 344,7 тенге, на август 2019 г. доллар стоил 386,67 тенге, то есть казахстанская национальная валюта обесценилась более чем в 80 раз.

Как известно, главной расчетной валютой нефтегазовой отрасли является доллар США, что способствует преимущественному его использованию в транзакционных издержках страны и соответственно увеличивает зависимость национальной валюты. Кроме того, на устойчивость тенге влияют как внешние факторы: цены на нефть, экономическая и геополитическая ситуация в мире, в том числе странах – основных партнерах, экономика которых зависит от экспорта сырья, денежно-кредитная политика центральных банков развитых стран, так и внутренние: состояние платежного баланса, показатели инфляции, величина базовой ставки, размер золотовалютных резервов, валютная политика НБРК.

Мировые цены на нефть являются одними из основных факторов, влияющих на курсообразование тенге, при значительном удельном весе нефти в казахстанском экспорте, который на 2018 г. составил 62 %. Динамика биржевых котировок на нефть тесно коррелирует с циклами мировой экономики. Так, резкий обвал цен на мировом рынке нефти в 1998, 2008, 2014, 2015 годах, очевидно, совпадает с финансовыми кризисами и девальвационными процессами в РК.

Рассмотрим динамику обменного курса доллара к тенге по отношению к ценам на нефть (Рисунок 2).



Примечание – Составлено автором на основе источников [192],[193].

Рисунок 2 – Динамика обменного курса доллара к тенге по отношению к ценам на нефть 1998–2018 гг.

В результате азиатского финансового кризиса 1997–1998 гг., российского финансового кризиса 1998 г. и падения мировых цен на нефть и металлы курс тенге в 1999 г. начал стремительно падать.

В 2003–2007 гг., когда на мировом рынке сырьевых товаров наблюдался стабильный рост цен, тенге постепенно укреплялся. Падение в начале 2014 г. цены на нефть почти на 60 %, стало одной из причин резкого обесценивания тенге в 2015 г.

Последствия неблагоприятных изменений на сырьевых рынках отражаются на экономическом росте страны (Рисунок 3). Падение цен на нефть до 12,28 долл. за баррель в 1998г. и других экспортных товаров привело к спаду ВВП на 2,5 %, к увеличению оттока капитала и инфляции. По итогам 1999 г. показатель инфляции составил 18 %. Основными причинами инфляции являлись избыток денежной массы в стране, по причине монопольного и олигопольного ценообразования, в результате недостатка конкуренции и государственного регулирования экономики.



Примечание – Составлено автором на основе источника [193], [194]

Рисунок 3 – Динамика цен на нефть и ВВП в РК 1998–2018 гг.

Согласно показателям на графике подтверждается прямая зависимость между динамикой цен на нефть и ВВП РК. Снижение темпов роста ВВП в 2008 г. отражает последствия мирового финансового кризиса, а 2015 г. спад цен на сырьевые и продовольственные товары. В результате мирового финансового кризиса в 2008 г. и последовавшего за ним резкого падения цен на нефть, показатель реального роста ВВП Казахстана в 2009 г. снизился до 1,2 %, а в 2016 г. до 1,1 %.

Ухудшение ситуации на товарных рынках негативно отражается и на внешней торговле Казахстана. Сравним экспорт и импорт с 1998 по 2018 гг. (Рисунок 4).



Примечание – Составлено автором на основе источника [195]

Рисунок 4 – Влияние цен на нефть на экспорт и импорт экономики РК

Колебания объемов экспорта Казахстана также связано с мировыми ценами на нефть и, в меньшей мере, объемами физического роста экспорта. В целом за рассматриваемый период Казахстан имеет положительное сальдо торгового баланса практически за счет увеличения поставок нефти и других сырьевых товаров на внешние рынки. До 2008 г. отмечается стабильный рост товарооборота и резкое падение этого показателя в 2009 и в 2015 гг. при резком снижении цен на нефть.

При снижении курса тенге, рост экспортных доходов не ведет к увеличению потребления импорта, поскольку доля импорта сокращается в физическом выражении, а покупательная способность потребителей снижается из-за того, что товары и услуги, номинированные в долларах США, становятся дороже и недоступнее. При сильной девальвации ухудшается сальдо торгового баланса в силу высокой зависимости от импорта и невозможности его быстро заместить и только с течением времени можно наблюдать эффект девальвации, связанный с замещением импорта.

Таким образом, экономике Казахстана характерна высокая чувствительность внешней торговли к изменению валютного курса, при этом импорт товаров остается малоэластичным к внешним шокам и курсовым колебаниям. В свою очередь это создает высокую угрозу внешнеэкономической безопасности страны.

Несмотря на положительное сальдо торгового баланса, с 2015 г. баланс счета текущих операций находится в отрицательной зоне из-за слабого увеличения экспорта нефти в сочетании с ростом уровня импорта (Рисунок 5).



Примечание – Составлено автором на основе источника [196]

Рисунок 5 – Динамика показателей торгового баланса и счета текущих операций 2000–2018 г.

Одним из факторов нарастания дефицита текущего счета стало реальное укрепление тенге относительно валют основных стран торговых партнеров Казахстана. Также негативное влияние на баланс текущих операций оказывают снижение валового притока прямых иностранных инвестиций и отток капитала в связи с кризисными явлениями и неустойчивостью курса тенге, а также инвестиционные доходы иностранных инвесторов, в том числе от экспорта сырья. Также большая доля экспортной выручки национальных экспортеров остается на валютных счетах зарубежных банков, при этом на казахстанский валютный рынок доходит лишь незначительная часть, связанная с текущими расходами деятельности.

Проанализируем валютную политику Национального банка Казахстана в условиях зависимости тенге от курсообразующих факторов.

В 1999 г. в условиях негативного воздействия мировой конъюнктуры, девальвация национальных валют стран основных торговых партнеров Казахстана способствовала удорожанию курса тенге в реальном выражении и снижению конкурентных позиций казахстанского экспорта, что оказало негативное влияние на платежный баланс и темпы экономического роста. Увеличившийся ажиотажный спрос на внутреннем валютном рынке на иностранную валюту содействовал масштабным интервенциям со стороны НБРК и сокращению золотовалютных резервов. Данные факторы способствовали проведению первой девальвации тенге, целью которой было увеличение объемов экспорта и его конкурентоспособности, а также сохранение золотовалютных резервов. Тенге обесценился на 64,6 %. Национальный банк объявил о переходе к свободному колебанию курса тенге. В результате казахстанские товары значительно потеряли в своей конкурентоспособности, отмечается упадок промышленного производства и рост безработицы (13,5 %), инфляции. В Казахстан стало выгодно завозить извне буквально все товары. Внешнеторговый оборот страны сократился почти на 9 % или на 1,3 млрд. долл. США, экспорт – на 1,25 млрд. долл. США.

Сложившиеся условия способствовали увеличению долларовых депозитов со стороны субъектов экономики вследствие снижения доверия к тенге. Кроме того, экспортно-ориентированные компании, имеющие экспортную выручку в долларах США и евро, а также национальные инвесторы с целью минимизации рисков размещали свои средства на депозитных счетах иностранных банков и занимали выжидательную позицию, вместо того, чтобы вкладывать в казахстанскую экономику. Данная тенденция негативно отражалась на казахстанском бизнесе.

Таким образом, девальвация обесценивала внутренний долг государства перед населением и увеличивала внешний долг страны перед иностранными инвесторами, то есть, корректировка курса проводилась за счет населения и предприятий, вклады которых хранились на депозитах в иностранной валюте.

В 2008 г. мировой финансовый кризис, резкое снижение мировых цен на нефть более чем в три раза, также снижение спроса на энергоресурсы, ухудшение макроэкономической ситуации в странах – партнерах, ухудшение состояния платежного баланса, увеличение спроса банков на иностранную валюту, отток капитала способствовали дестабилизации национальной валюты. Так, с конца 2008 г. для поддержания ситуации на валютном рынке НБРК за счет ЗВР провел интервенции на сумму 6 млрд. долл. США. Кроме того, была необходима финансовая поддержка банков второго уровня, поскольку вследствие мирового кризиса закрылись источники внешнего заимствования для них. Так, с июля 2007 по январь 2009 гг., резервы НБРК в валюте снизились с 22 млрд. долл. до 16,2 млрд. долл. [196].

Со второй половины 2008 г. и в начале 2009 г. страны основные торговые партнеры Казахстана девальвировали свои национальные валюты, что укрепляло реальный эффективный валютный курс тенге. По информации Национального банка, с начала 2008 г. по январь 2009 г. в России девальвация составила 44 %, в Беларуси – 28 %, в Украине – 53 %, в Еврозоне – 13 % [197]. Девальвация в странах-партнерах усиливала тенденцию всплеска спекулятивных валютных операций на казахстанском внутреннем рынке, а также усиливала девальвационные ожидания.

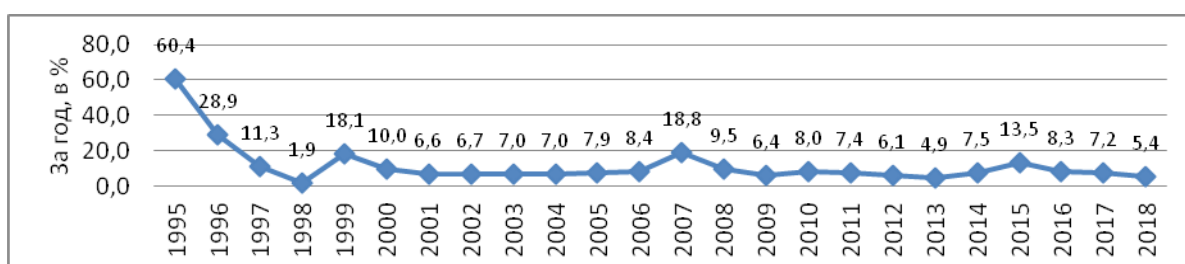
На тот момент НБРК неофициально следовал политике удержания номинального обменного курса и сохранению неявного коридора в пределах 117–123 тенге за долл. США (120 тенге \pm 2 %). Ухудшение условий торговли, сокращение ЗВР и укрепление тенге в реальном выражении стали основными факторами, требовавшие корректировку обменного курса национальной валюты. Со ссылкой на опыт девальвации 1999 г., руководство Национального банка делало акцент на неэффективность других инструментов ДКП в целях поддержания национальной промышленности кроме девальвации национальной валюты. В этой связи ожидания Национального банка заключались в том, что проведенная девальвация тенге вдвое снизит потенциальный дефицит текущего счета платежного баланса Казахстана в 2009 г.

4 февраля 2009 г. тенге обесценился на 25 % по отношению к доллару США. Был установлен коридор обменного курса на уровне 150 тенге за долл. США ± 3 %. Снижение номинального курса тенге позволило не только снизить девальвационные ожидания на рынке, но и обеспечить восстановление конкурентоспособности отечественных производителей и сохранение золотовалютных резервов, а возобновление роста цен на мировых рынках сырья обеспечило повышение устойчивости показателей платежного баланса.

По итогам 2009 г. ослабление реального эффективного обменного курса тенге по отношению к валютам стран торговых партнеров составило 19,1 % [198]. Однако, из-за увеличения долговой нагрузки заемщиков, имевших валютные кредиты, в условиях сокращения спроса, отсутствия новых кредитов, снижения производства, увеличения импорта, увеличилась доля «плохих» кредитов, что крайне отрицательно повлияло на национальную финансовую систему.

С 5 февраля 2010 г. в целях создания условий для повышения гибкости курсообразования коридор колебаний тенге был расширен до (+)10 % или 15 тенге и (–)15 % или 22,5 тенге при сохранении таргетируемого значения в 150 тенге за долл. Действие валютного коридора сохраняло стабильность обменного курса тенге вплоть до его отмены 28 февраля 2011 г., когда был введен режим управляемого плавающего обменного курса, согласно которому НБРК участвует на валютном рынке с целью сглаживания резкой волатильности тенге по отношению к доллару, не воздействуя на рыночные предпосылки формирования курса.

Благодаря ДКП Национального Банка, благоприятной ценовой конъюнктуре на мировых рынках сырья, стабилизировались экономические и финансовые показатели страны, в том числе стабильность цен. Так, инфляция с 2007 г. по 2013 г. сократилась с 18,8 % до минимального уровня с 1999 г. – 4,9 % (Рисунок 6).



Примечание – Составлено автором на основе источника [194]

Рисунок 6 – Индекс инфляции в Казахстане (по итогам года)

Стоит отметить, что со 2 сентября 2013 г. НБРК приступил к публикации стоимости мультивалютной корзины, состоящей из доллара США (70 %), евро (20 %) и российского рубля (10 %) [199]. Предполагалось, что режим мультивалютной корзины снизит роль доллара в национальной экономике, сократит негативные последствия движения спекулятивного капитала, и самое

главное, постепенно ослабит курс тенге. Режим должен был войти в полную силу в январе 2014 г., однако резкая девальвация тенге в феврале 2014 г. не соответствовала заявлению о постепенном ослаблении. В итоге данная идея не реализовалась.

В 2014 г. антикризисная политика ФРС способствовала перетоку капитала из развивающихся экономик в развитые, что привело к ослаблению курсов национальных валют развивающихся стран по отношению к курсам доллара США и евро. Кроме того, резкое снижение цен на нефть, замедление роста ВВП Китая и России, которые являются основными потребителями казахстанского сырья, повлекли сокращение экспорта РК и увеличение импорта потребительских товаров. Так, в общем объеме импорта в Казахстан российские товары занимали 36,2 %, а экспорт казахских товаров в Россию составил более чем в три раза меньше этого объема. Как следствие, усилились девальвационные ожидания на внутреннем валютном рынке, спровоцировавшие рост спекулятивных операций. Значительные валютные интервенции, проводимые НБРК, сопровождались сокращением ЗВР страны. В свою очередь коммерческие банки преимущественно участвовали в валютных спекуляциях за счет средств, предполагаемых на кредитование населения.

Таким образом, в условиях снижения экономического роста, повышения инфляции и дефицита платежного баланса, в феврале 2014 г. Национальным Банком проведена девальвация, и курс национальной валюты был установлен на уровне 185 тенге в рамках коридора (\pm) 3 тенге за доллар США, обесценившись более чем на 20 % одномоментно. Это усилило кратковременное ускорение инфляционных процессов, вследствие удорожания импорта. К концу 2014 г. уровень инфляции составил 7,4 % в рамках целевого коридора 6–8 % [200].

В 2015 г. снижение цен на нефть до 37 долл. за баррель способствовало сокращению объемов экспорта, снижению государственных расходов, увеличились трансферты из бюджета, инфляция превысила 10 %. Данные условия привели к четвертой девальвации. За 2015 г. тенге в номинальном выражении ослаб по отношению к доллару США на 86,5 % до 340,01 тенге за доллар США, а в декабре 2016 г. курс составил 335 тенге за доллар США. За 2014 и 2015 гг. на поддержание валютного курса были проданы на внутреннем рынке рекордные 22,4 млрд. и 12,7 млрд. долларов ЗВР Национального банка [201].

Проанализируем преимущества и издержки минусы девальвации августа 2015 года.

Минусы девальвации:

1. девальвационные ожидания со стороны населения ведут к обесценению национальной валюты, так казахстанцами закупается гораздо больше долларов, чем продается;

2. потери казахстанских вкладчиков уже оценены примерно в 1/5 от общего объёма банковских депозитов физических лиц равного 1,260 трлн. тенге;

3. девальвация неизбежно приводит к росту цен на импортируемые сырье, материалы, готовую продукцию и товары народного потребления. Импортеры перекладывают издержки на цену готовой продукции или завозимых товаров.

4. потери депозитариев, имеющих банковские вклады в национальной валюте.

Плюсы девальвации:

1. низкие финансовые затраты – поддержка валюты в низком финансовом коридоре;

2. повышение конкурентоспособности ряда казахстанских предприятий (производство пищевых продуктов, прочих неметаллических минеральных продуктов, перегонка нефти, химическая промышленность и т.д.);

3. эффективная политика импортозамещения ведет к росту экономики и занятости населения, при этом улучшается сальдо торгового баланса, счета платежного баланса.

4. положительный эффект для бюджета страны. Пополнение бюджета в долларах за счет курсовой разницы [202].

Отметим, что курс рубля оказал значительное воздействие на тенге. За период 2015 – 2016 гг. ослабление рубля по отношению к доллару составило 27%, что спровоцировало падение национальных валют почти всех стран СНГ, в том числе и тенге, который обесценился на 51,3% по отношению к доллару. Резкая девальвация рубля крайне негативно отразилась на казахстанских производителях.

На фоне падения цен на энергоресурсы и давления со стороны импорта, в целях стабилизации экономической ситуации и защиты отечественных товаропроизводителей 20 августа 2015 г. в Казахстане принята новая денежно-кредитная политика, основанная на режиме инфляционного таргетирования. В условиях нового режима был отменен валютный коридор, объявлен переход на свободный плавающий курс тенге.

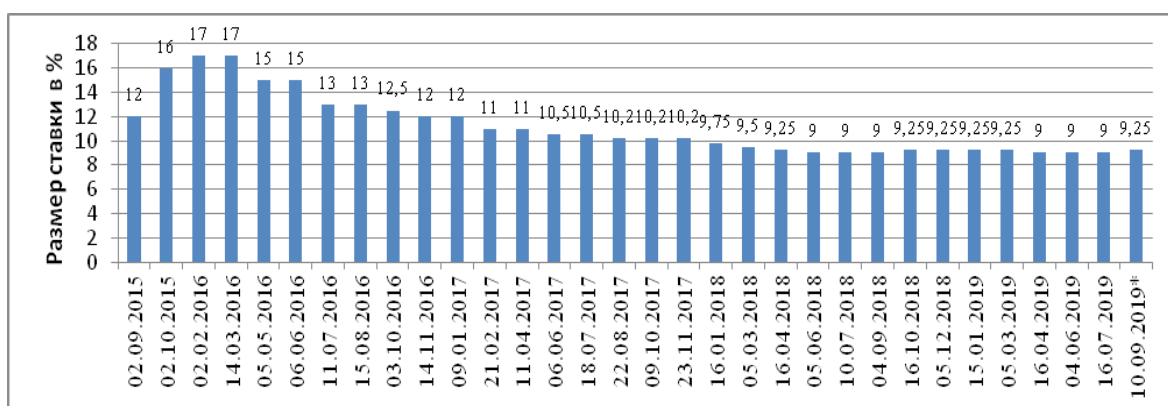
Основным результатом валютной политики, проводимой с августа 2015 г., стало перераспределение доходов от простых граждан к экспортерам сырья в виде увеличения рентабельности за счет снижения расходов внутри экономики, выраженные в долларах и государству, в виде частичного выравнивания бюджета и снижения расходов Национального фонда. Однако структурные проблемы экономики остались не решенными. Несырьевые отрасли понесли убытки вследствие снижения курса тенге в силу роста стоимости импортируемых факторов производства и снижения внутреннего платежеспособного спроса.

Инфляционное таргетирование предполагает направленность курсовой политики НБРК на поддержание целевой инфляции на уровне 6–8 % в среднесрочной перспективе. Ключевым инструментом в условиях инфляционного таргетирования является базовая ставка центрального банка, посредством которой можно влиять на уровень инфляции и обменный курс. Так, в краткосрочном периоде при повышении инфляции НБРК увеличивает базовую ставку, что может способствовать укреплению тенге за счет

повышения спроса со стороны иностранных инвесторов, снижению потребления и повышению сбережений со стороны населения и предприятий. В долгосрочном периоде валюта страны с высоким уровнем инфляции будет снижаться по сравнению с валютой страны с меньшим уровнем инфляции.

Снижение базовой ставки повышает деловую активность, удешевляя кредиты и потребление за счет "дешёвых денег" на рынке, разгоняет рост цен и ведёт к ослаблению тенге.

Самой высокой базовая ставка была установлена в феврале 2016 г. на уровне 17 % в целях финансовой стабильности в условиях девальвации тенге. В условиях таргетирования инфляции по мере относительной стабилизации на валютно-финансовом рынке, сокращением мировых процентных ставок базовая ставка начала снижаться (Рисунок 7). В случае улучшения макроэкономических показателей и стабилизации обменного курса тенге для стимулирования внутренних инвестиций и экономического развития НБРК необходимо рассматривать возможность снижения процентных ставок в национальной валюте.



Примечание – Составлено автором на основе источника [203]

Рисунок 7 – Базовая ставка Национального Банка РК (2015–2019 гг.)

Однако отметим, что более эффективным инструментом снижения инфляции и ускорения экономического роста были бы структурные реформы, а не механическое повышение кредитных ставок, поскольку при инфляции, вызванной возросшим совокупным спросом, антиинфляционная политика заключается в ограничении совокупных расходов, что может положительно сказаться на результатах. При инфляции, вследствие высокой себестоимости производства и низкого предложения (инфляция издержек), ограничение спроса способствует еще большему экономическому спаду. Рост процентной ставки увеличивает себестоимость производства. Таким образом, регулятор, ограничивая экономическую активность, ухудшает ситуацию.

Основными факторами, способствующими инфляции являются бюджетные трансферты, наращивание денежной массы, монополизация экономики, инфляционные и девальвационные ожидания, колебания валютного курса. Ответной реакцией субъектов экономики на данные факторы стал высокий

уровень долларизации, вследствие низкого доверия к национальной валюте населения и участников рынка.

Финансовая долларизация в Казахстане охватывает депозитный и кредитный рынки. Среднее значение доли депозитов в иностранной валюте к общему объему депозитов за период с декабря 1997 г. по декабрь 2016 г. составило 44,0 %. За данный период минимальное значение уровня долларизации депозитов было отмечено в декабре 1997 г. – 23,2 %, а максимальное в январе 2016 г. – 69,9 %. На конец ноября 2018 г. доля долларовых депозитов снизилась до 49,4 %. Среднее значение доли кредитов в иностранной валюте к общему объему кредитов за период с декабря 1997 г. по декабрь 2016 г. составило 45,7 %. Минимальный уровень долларизации кредитов отмечался в июле 2015 г. – 23,3 %, а максимальный в январе 2002 г. – 71,9 % [204].

Наращивание привлекательности тенговых депозитов с помощью процентных ставок способствовало дальнейшему процессу дедолларизации в банковской системе и содействовало увеличению фондирования банков второго уровня в национальной валюте. Однако проблема долларизации остается актуальной, так как ведущей валютой интервенций является доллар.

Придерживаясь режима свободно плавающего обменного курса тенге, НБРК проводит интервенции на национальном валютном рынке за счет ЗВР с целью сглаживания краткосрочных колебаний тенге. При этом сумма валютных интервенций за квартал должна стремиться к нулю. Национальный Банк РК не устанавливает каких-либо правил, которые предусматривают конкретные количественные показатели, определяющие необходимость проведения интервенций на валютном рынке. Также НБРК оставляет за собой право проводить интервенции в случае угрозы финансовой стабильности. С сентября 2016 г. по май 2017 г. интервенции не проводились. Однако, в июне – октябре 2017 г. НБРК для укрепления тенге провел операции по продаже долларов США на общую сумму 449,5 млн. долл. США, и в сентябре 2018 г. 520,6 млн. долл. [201]. Доля участия Национального банка составляла около 80 % от общего объема торгов на валютной бирже. На практике это означает, что плавающий режим является управляемым плавающим курсом тенге.

С повышением цены на нефть, курс тенге укрепляется и, соответственно, с понижением цен на нефть тенге слабеет и дешевеет. Данная тенденция, в условиях плавающего валютного курса, является оптимальной. Влияние мировых цен на нефть на изменение валютного курса сырьевых экономик выявляет и корреляционный анализ. Применим линейную функцию тренда, которая определяется уравнением:

$$yx = a + bx, \quad (3.2.1)$$

где a , b – параметры уравнения, x – объясняющая переменная (в данном случае мировая цена на нефть), y – курс доллара к тенге.

С помощью вариации и ковариации найдем параметры модели (Таблица 6).

Таблица 6 – Параметры модели

Год	X (мировая цена на нефть, USD/баррель)	Y (курс доллара к тенге)	X ²	Y ²	XY
2008	94,1	120,3	8854,81	14472,09	11320,23
2009	60,86	147,5	3703,93	21756,25	8976,85
2010	77,38	147,35	5987,66	21712,02	11401,94
2011	107,46	146,62	11547,65	21497,42	15755,78
2012	109,45	149,11	11979,30	22233,79	16320,09
2013	108,87	152,13	11852,67	23143,53	16562,39
2014	96,29	179,19	9271,76	32109,05	17254,20
2015	49,49	221,73	2449,26	49164,19	10973,41
2016	40,76	342,16	1661,37	115606,8	13946,44
Сред	82,74	178,45	7478,71	35743,90	13612,37

Примечание – Рассчитано автором по данным Национального Банка РК [192] и портала «Statista» [193].

Для определения параметров модели необходимо вычислить:

- Коэффициенты вариации:

$$\text{Var}(X) = x^2 - x^2 = 7478,71 - 82,74^2 = 632,80$$

$$\text{Var}(Y) = y^2 - y^2 = 35743,90 - 178,45^2 = 3897,91$$

- Ковариацию:

$$\text{Cov}(X;Y) = x*y - x*y = 13612,37 - 82,74*178,45 = -1152,94$$

С их помощью рассчитаем коэффициенты уравнения:

$$b = \frac{\text{cov}(x;y)}{\text{var}(x)} = \frac{-1152,94}{632,80} = -1,82$$

$$a = y - b*x = 178,45 + 1,82*82,74 = 329,2$$

Уравнение имеет вид:

$$y = 329,2 + 1,82x$$

Коэффициент корреляции по известной линии тренда определяется следующей формулой: $r = \frac{\text{cov}(x; y)}{\sqrt{\text{var}(x) * \text{var}(y)}}$,

$$\text{отсюда } r = \frac{-1152,94}{\sqrt{632,80 * 3897,91}} = \frac{-1152,94}{1570,55} \approx -0,7$$

Теснота связи для тренда, описывающего влияние мировых цен на нефтяном рынке на курс казахского тенге за 2008–2016 гг. составляет -0,7, что говорит о высокой связи двух явлений. Отрицательный коэффициент корреляции показывает, что связь между ценой на баррель нефть и курсом доллар / тенге обратная [205].

Однако данная зависимость не всегда работает. Так, в октябре 2017 г. нефть марки Brent впервые с июня 2015 г. превысила отметку 60 долл. за баррель, но тенге не укрепился. Это говорит о том, что на курс тенге, помимо цен на нефть влияет валютная политика НБРК, основанная на режиме управляемого

плавающего валютного курса. То есть, с одной стороны определяемый равновесный баланс на основе спроса и предложения положительно сказывается на позициях биржи и открытого рынка. С другой стороны, спекулятивные действия участников рынка негативно воздействуют на национальный бизнес. Но отсутствие коридора валютного курса создает неопределенность для бизнеса, что увеличивает волатильность курса тенге.

Таким образом, при наличии предпосылок падения тенге в условиях ухудшения внешних факторов, корреляция с нефтью возрастает, и свободное плавание функционирует полноценно. Однако, при наличии факторов, способствующих укреплению национальной валюты, корреляция отсутствует, а свободное плавание, по сути, является несвободным. Это объясняется стремлением НБРК поддержать экспортеров и увеличить тенговые поступления в бюджет.

Устойчивый тенге оказывает огромное влияние на экономическую безопасность Казахстана. Со дня выпуска тенге в обращение наблюдается постоянное снижение его курса. Фундаментальными причинами являются не сколько внешние факторы, а внутренние. Основная проблема казахстанской экономики заключается в ее низкой диверсификации. Как следствие, зависимость от нефтяного сектора, благодаря которому в основном происходит приток иностранной валюты. Значительные колебания мировых цен на нефть значительно влияют на торговый и платежный баланс страны, на бюджет и экономический рост.

Положение усугубляет противоречивая валютная политика НБРК. Так, основными крупномасштабными мероприятиями НБРК в целях стабилизации валютно-финансовой системы были серии одномоментных девальваций тенге, введение режима плавающего курса и таргетирования инфляции. Одномоментная девальвация тенге поддержала экспортеров сырьевых ресурсов, финансовый сектор, государство, обеспечивая темпы экономического роста. Однако социальное и внутривалютное влияние одномоментных девальваций явно негативное, поскольку несут финансовые потери население страны и обслуживающий его малый и средний бизнес, то есть основная масса электората и налогоплательщиков из-за увеличения темпов инфляции.

Таким образом, по нашему мнению, разовые девальвации не могут рассматриваться в качестве одного из инструментов регулирования платежного баланса, поскольку эффект от девальвации временный. Кризис платежного баланса не ликвидируется, а лишь временно смягчается и последствия трудно просчитываются.

Исходя из зарубежного опыта, режим плавающего обменного курса эффективен для конкурентоспособных экономик со стабильной национальной валютой. Для развивающихся стран с сырьевой направленностью экономики данный режим может привести в краткосрочном периоде к бездефицитному бюджету, сокращению объемов внешнего долга, сокращению инфляции, увеличению ВВП, а в среднесрочной перспективе к спаду производства,

дефициту ликвидности, увеличению внешних заимствований, оттоку капитала, снижению доверия к национальной валюте [206].

Эффективность инфляционного таргетирования также вызывает много вопросов со стороны экономического сообщества. За прошедшие 30 лет около 40 стран применяли инфляционное таргетирование, среди которых преимущественно развивающиеся. Практически ни одна развивающаяся страна не достигла таргетируемой цели.

Согласно мировому опыту, существуют необходимые требования к данной монетарной политике для ее результативной реализации. К ним относятся: 1) самостоятельность ЦБ от правительства, который ответственен за принимаемые решения относительно цели по инфляции; 2) независимое от регуляторов рыночное ценообразование; 3) ограниченное участие государства в крупных производственных процессах; 4) независимость экономики от сырьевого сектора и минимальная долларизация; 5) стабильный курс национальной валюты, который можно спрогнозировать; 6) развитость национальной финансовой системы; 7) наличие надежной статистической и методологической базы. В данное время казахстанская экономика не соответствует ни одному из этих требований. Однако их достижение будет способствовать устойчивому и сбалансированному экономическому росту.

Формирование эффективной валютной политики должно осуществляться с учетом особенностей национальной валютной системы. Весьма актуальной, по нашему мнению, является политика сочетания плавающего и управляемого валютного курса. В данном случае НБРК проводит политику плавающего валютного курса и устанавливает верхний предел валютного курса, превышение которого будет нести негативные последствия для экономики. При достижении предела НБРК будет проводить валютные интервенции. Несомненно, что такая политика будет негативно отражаться на ЗВР страны, однако предсказуемые факторы формирования курса тенге позволят снизить дефляционные ожидания, издержки бизнеса, связанные с валютными рисками, удерживать относительную стабильность экономики при снижении цен на нефть. Кроме того, в целях повышения устойчивости национальной валюты необходимо усилить регулирование движения спекулятивного капитала, снизить долларизацию экономики и волатильность процентных ставок. Как результат, это повысит монетарную стабильность и будет способствовать экономическому росту.

Совершенствование валютной политики следует проводить параллельно с решением структурных проблем экономики. Казахстану остро необходим переход от узкоориентированного экспорта товаров к диверсификации экспортных потоков, а также снижение импорта товаров путем увеличения производственных мощностей в Казахстане. Необходимо ужесточить контроль над бюджетными расходами и реализацией инвестиционных проектов, выполняемых в рамках государственных программ. Усилить борьбу с излишней бюрократией и коррупцией в государственных органах по контролю и надзору экспортно-импортной деятельности и предпринимательской

деятельности. Макроэкономическая стабилизация, улучшение инвестиционного климата, конкурентоспособность отечественных товаропроизводителей, энергетическая безопасность, благосостояние населения, модернизация экономики будут способствовать устойчивости тенге. Кроме того, одним из актуальных направлений являются интеграционные процессы, в рамках которых будут формироваться расчетные средства или независимые платежные системы.

3.3 Валютная интеграция стран-членов ЕАЭС: противоречия и перспективы

Вследствие роста мировой политической и экономической напряженности, региональные интеграционные объединения получили широкое распространение. Данная форма интеграции позволяет государствам создать внутренний рынок, который является более устойчивым к волатильностям внешнего мира и, дополнительно, позволяет странам увереннее отвечать на экономические и политические вызовы со стороны других государств. Одним из примеров регионального интеграционного объединения, созданного на современной мировой арене, можно считать Евразийский Экономический Союз (ЕАЭС) – зона интеграции ряда постсоветских стран.

Евразийский экономический союз (ЕАЭС), как известно, был создан в 2015 г. на основе Таможенного союза России, Казахстана и Беларуси и Единого экономического пространства как международная организация региональной экономической интеграции, обладающей международной правосубъектностью. Государствами-членами на сегодня являются Армения, Беларусь, Казахстан, Кыргызстан и Россия.

Основными целями Союза являются формирование единого рынка товаров, услуг, капитала и трудовых ресурсов, всесторонняя модернизация, кооперация и повышение конкурентоспособности национальных экономик. В Договор о ЕАЭС вошли базовые принципы работы Таможенного союза – формирование единого экономического пространства, однотипных механизмов регулирования экономики, основанных на рыночных принципах, облегчение ведения бизнеса, осуществление скоординированной налоговой, денежно-кредитной, торговой и таможенной политики, обеспечивающих свободное движение товаров, услуг, капитала и рабочей силы [207, ст.64]. Кроме того, Договором утверждены основные критерии конвергенции: 1) годовой дефицит консолидированного бюджета государственного сектора не должен превышать 3% ВВП; 2) государственный долг не должен превышать 50% ВВП; 3) уровень инфляции (индекс потребительских цен) в год должен превышать уровень инфляции в государстве-члене с наименьшим значением не более чем на 5% [207, ст. 62, 63].

С момента функционирования ЕАЭС, как завершающей стадии интеграционного процесса, вопрос введения региональной валюты стал логичным и актуальным. Мировой финансовый кризис способствовал развитию исследований в данном направлении, поскольку единая валюта способна

оградить от рисков внешней среды и стать эффективным инструментом во взаиморасчетах стран-участниц. Хотя Договор о Евразийском экономическом союзе не содержит положений, прямо предусматривающих создание валютного союза и введение единой валюты, разделом XIV «Договора о Евразийском экономическом союзе» предусмотрены меры, направленные на обеспечение возможности создания валютного союза: разработка и проведение согласованной валютной политики, поэтапная гармонизация и сближение подходов к формированию и внедрению методов валютной политики, неприменение действий в валютной сфере, которые способствуют отрицательным эффектам интеграционных процессов [207, ст.64].

Отметим, что процесс создания валютного союза форсируется со стороны РФ. 20 марта 2015 г. в рамках трехсторонней встречи глав Казахстана, России и Беларуси, Президент РФ В.Путин заявил о необходимости создания валютного союза и координации монетарной политики между странами в ЕАЭС [208]. В апреле 2016 г. первый вице-премьер Киргизии А. Карашев заявил о необходимости вернуться к рассмотрению вопроса о введении единой валюты в Евразийском экономическом союзе. Позицию первого вице-преьера Киргизии поддержал депутат парламента Армении Г. Багратян [209]. Казахстан и Беларусь считают данный процесс преждевременным. Необходимость введения единой валюты обсуждается экспертами, среди которых есть как сторонники, так и противники данной инициативы.

Для выявления эффектов возможного валютного союза необходимо определить уровень конвергенции потенциальных стран-членов. Исследование факторов, способных сформировать взаимовыгодный валютный союз, а также возможных преимуществ и недостатков сотрудничества каждой страны на современном этапе является актуальным.

За период 1994 – 2018 гг. Евразийская интеграция прошла почти все формальные этапы интеграции до образования экономического союза в 2015 г. Однако, форсированный переход от Таможенного союза к Единому экономическому пространству, а затем к ЕАЭС без завершения предыдущих этапов экономической интеграции способствовал образованию теоретических и методологических проблем, которые препятствуют дальнейшему положительному развитию.

Экономики постсоветских стран – членов ЕАЭС, несмотря на единую историю, на современном этапе значительно различаются друг от друга размерами, уровнем развития, специализацией, структурой и т.д. Так, Россия и Казахстан являются экспортерами энергоресурсов, Армения и Киргизия являются экспортерами труда, Беларусь – экспортер переработанной продукции. В рамках ЕАЭС между Беларусью и Кыргызстаном, Казахстаном и Арменией практически отсутствуют взаимовыгодные интересы, вследствие географической равноудаленности и различий в устройстве экономик. Однако для всех стран-участниц ЕАЭС особое значение, вследствие исторически сложившихся хозяйственных структур, имеют экономические и политические отношения с Россией.

Показатели ВВП стран подтверждают огромные различия в экономиках стран ЕАЭС как по объему производства, так и по уровню развития (Таблица 7).

Таблица 7 – Валовой внутренний продукт (в текущих ценах; млрд. долл. США)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Армения	11,1	11,6	10,6	10,5	11,5	12,4
Беларусь	74,8	78,6	55,3	47,5	54,4	59,6
Казахстан	236,6	221,4	184,4	137,3	162,9	172,9
Кыргызстан	7,3	7,5	6,7	6,8	7,7	8,1
Россия	2298,4	2082,1	1369,8	1285,7	1579,0	1661,0
ЕАЭС	2628,2	2401,2	1626,8	1487,8	1815,8	1914,0

Примечание – составлено автором на основе источника [210]

Значительная разница ВВП наблюдается не только между самой крупной и самой маленькой экономиками, российской и кыргызской, но и между казахской и белорусской экономиками.

Если до 2014 гг. национальные экономики росли, то в 2015–2016 гг. ВВП всех стран существенно сократился, что было связано как с падением мировых цен на основные экспортные товары этих стран, сокращением потребления углеводородов и металлов в странах-импортерах, так и негативной динамикой курса национальных валют по отношению к доллару и евро. Негативно повлияли на развитие структурные проблемы национальных экономик (значительной долей ТЭК в экспортных поставках России, Казахстана и Беларуси, низкой долей машиностроения), а также геополитические причины (санкции против России и Беларуси и российские контрсанкции). Улучшение экономической ситуации в экономиках стран ЕАЭС наблюдается со второго полугодия 2016 г. При этом общее состояние экономики ЕАЭС в основном зависит от экономического развития России.

Учитывая, что ВВП России составляет более 87 % из общей доли стран в союзе, можно предположить, кто будет управлять единым эмиссионным центром в случае введения единой валюты. Тогда главной проблемой для остальных государств будет полная потеря контроля над национальной денежно-кредитной политикой. Потеря независимости при проведении монетарной политики приведет к тому, что члены ЕАЭС не смогут при необходимости девальвировать национальные валюты для поддержки своего экспорта или для выравнивания платежного баланса. Кроме того, экономическая и политическая зависимость стран ЕАЭС от РФ, экономика которой характеризуется нестабильностью, приведет к значительным рискам.

При нынешних удельных весах взаимной торговли во внешнеторговом обороте стран-членов ЕАЭС и ее структуре для ряда стран союза независимая валютная политика может оказаться единственным инструментом регулирования торгового и платежного балансов в неблагоприятных внешних условиях. Рассмотрим показатели взаимной и внешней торговли (Таблица 8).

Таблица 8 – Объемы взаимной торговли товарами стран ЕАЭС (млн. долл. США)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Доля в % на 2018 г.
Армения – Беларусь	41,0	38,3	34,6	35,4	41,6	49,1	0,08%
Армения – Казахстан	8,1	7,3	4,9	5,5	10,5	17,3	0,03%
Беларусь – Казахстан	928,7	940,8	578,6	411,2	693,5	871,4	1,46%
Беларусь – Кыргызстан	110,8	95,3	61,0	52,0	130,5	127,3	0,21%
Казахстан – Кыргызстан	1054,0	1206,5	756,1	702,7	785,3	882,1	1,48%
Казахстан – Россия	23847,0	20196,2	15413,7	13005,6	17104,4	18085,4	30,28%
Кыргызстан – Армения	1,1	0,5	0,5	1,0	1,9	1,1	0,00%
Кыргызстан – Россия	2182,1	1856,8	1467,3	1211,0	1665,1	1949,5	3,26%
Россия – Армения	1332,1	1397,0	1295,8	1337,0	1804,3	2007,9	3,36%
Россия – Беларусь	39744,3	37374,0	26003,2	26198,9	32474,5	35730,0	59,83%
ЕАЭС	69249,2	63112,7	45615,7	42960,3	54711,6	59721,1	100%

Примечание – составлено автором на основе источника [210]

Как известно, организация создавалась, прежде всего, как торговый союз, однако за 2015 год товарооборот между входящими в неё странами рухнул на 40 %, а за 2016 г. – на 15 %. Причины были очевидны: падение цен на нефть и «война санкций» привели к падению российского рубля и сокращению потребления на российском рынке. Это негативно повлияло на экономики стран ЕАЭС. К 2018 г. отмечается некоторое восстановление показателей, но еще не полное.

Кроме того, не все страны–члены активно участвуют во взаимной торговле. Около 97 % совокупного товарооборота внутри ЕАЭС происходит с участием России, в том числе 59,8 % общего объема приходится на торговлю России с Беларусью, 30,2 % – с Казахстаном. Россия имеет положительное сальдо со всеми остальными государствами – членами ЕАЭС.

Во взаимной торговле товарами членов ЕАЭС по итогам 2018 г. наибольшую долю занимают минеральные продукты (28,5 % объема взаимной торговли), из которых 84,9 % на рынок ЕАЭС поставляет РФ. Поставки машин, оборудования и транспортных средств занимают 19,1 % объема взаимной торговли (60,7 % приходится на РФ и 35,1 % – на Республику Беларусь), продовольственные товары и сельскохозяйственное сырье – 14,8 % (51,1 % приходится на Республику Беларусь и 37 % – на РФ). Доля металлов и изделий из них составила 13,2 % объема взаимной торговли, из которых 63,2 % поставлено РФ [211].

В современных условиях остальные члены ЕАЭС «перекосят» в торговом балансе с РФ компенсируют в какой-то мере за счет торговли с другими странами, в том числе и за счет валютной политики. Переход к единой валюте резко сократит такую возможность. К тому же структура экспорта стран ЕАЭС свидетельствует об отсутствии диверсификации, так как у стран ЕАЭС схожие конкурентные преимущества. В этом случае взаимная торговля теряет свою эффективность, что снижает конкурентоспособность контрагентов. Кроме того,

относительно невысокая доля взаимоборота между странами ЕАЭС в общем объеме их экспортно-импортных операций в определенной мере является следствием незначительного размера их экономик и слабых взаимных экономических связей.

Во внешней торговле страны ЕАЭС ориентируется в большей мере на мировые рынки, чем на взаимосвязи, что подтверждают показатели в Таблице 9.

Таблица 9 – Доли экспорта и импорта во взаимной торговле в общих объемах экспорта и импорта товаров за 2018г.

	Удельный вес экспорта в третьи страны в общем объеме экспорта в %	Удельный вес экспорта во взаимной торговле в общем объеме экспорта в %	Удельный вес импорта из третьих стран в общем объеме импорта в %	Удельный вес импорта во взаимной торговле в общем объеме импорта в %
Армения	71,5	28,5	71,0	29,0
Беларусь	58,9	41,1	40,8	59,2
Казахстан	90,1	9,9	57,7	42,3
Кыргызстан	65,1	34,9	59,2	40,8
Россия	91,4	8,6	92,0	8,0
ЕАЭС	89,1	10,9	81,5	18,5

Источник: Составлено автором на основе источника [211]

Согласно данным таблицы, очевидна заинтересованность Казахстана и России в экспортных поставках в третьи страны. Армения и Россия также больше импортируют из внешних стран.

Экспортные расчеты преимущественно осуществляются в долларах США, что во многом вызвано традиционной структурой экспорта государств ЕАЭС (прежде всего России и Казахстана), которые являются поставщиками на мировые рынки сырьевых ресурсов (ценообразование этих товаров, как правило, осуществляется в резервных валютах, прежде всего в долл. США). Неслучайно у Беларуси, не специализирующейся на ресурсном экспорте, доля долларовых расчетов во внешней торговле среди стран ЕАЭС минимальна (существенно влияет на структуру платежей и то, что основным направлением экспорта является Россия). Таким образом, пример Беларуси демонстрирует, что в условиях большей диверсификации внешней торговли стран – членов ЕАЭС и ее концентрации в рамках интеграционного объединения можно рассчитывать на дальнейшее увеличение доли расчетов в национальных валютах. Чем больше будет уровень взаимодействия стран-членов между собой, тем больше будет спрос и потребность в расчетах в национальных валютах, тем более заинтересованы будут страны в хранении своих резервов в национальных валютах.

В последние годы отмечается увеличение доли национальных валют, среди которых преобладает российский рубль, в обороте между участниками ЕАЭС (Таблица 10).

Таблица 10 – Валютная структура платежей (поступлений) по экспортно-импортным товарам и услугам между государствами-членами ЕАЭС (в год, %)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
в армянских драмах	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
в белорусских рублях	0,4	0,3	0,5	0,4	0,4	0,3
в казахстанских тенге	0,4	0,5	1,1	0,7	0,9	0,7
в киргизских сомах	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
в российских рублях	61,8	67,4	68,0	74,1	74,9	72,7
в долларах США	30,3	26,3	25,0	19,3	18,3	19,2
в Евро	6,8	5,2	5,1	5,2	5,2	6,8
в других валютах	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1

Примечание – составлено автором на основе источника [212]

В структуре расчетов внутри ЕАЭС с 2013 по 2018 г. доля рубля в расчетах повысилась с 61,8 % до 72,7 %, а доля доллара снизилась с 30,3 % до 19,2 %. В то же время валюты других стран ЕАЭС занимают очень малую долю в расчетах. Вместе с тем доллар США остается доминирующей валютой при оплате товаров и услуг между государствами ЕАЭС, исключая Россию. В частности, в расчетах Республики Беларусь со странами ЕАЭС, кроме России, на него приходится порядка 50 %, в расчетах между Республикой Казахстан и Кыргызской Республикой – около 80 %.

Долларизация охватывает не только внутреннюю и внешнюю торговлю, но и финансовый рынок ЕАЭС. В 2016 г. в ЕАЭС в среднем 45 % депозитов и почти 60 % обязательств были проведены в долларах США. В ЕС эти показатели составили 22 % и 14 % соответственно [213]. Высокий уровень долларизации препятствует эффективной реализации денежно-кредитной политики в странах ЕАЭС.

Либерализация валютного регулирования в рамках союза, формирование интегрированной платежной системы позволит расширить применение национальных валют в розничных сделках и минимизировать проблемы с долларизацией экономик. Отметим, что помимо Казахстана, в других странах-участницах уже функционируют локальные карточные платежные системы: в Армении – ArCa (Armenian card), в Беларуси – Белкарт, в Кыргызстане – Элкарт, в России – Мир. В июне 2016г. Армения и Россия объединили платежные системы путем взаимного обслуживания платежных карт ArCa и Мир. В Казахстане платежную систему планируется создать до 1 октября 2020 г. Однако с одной стороны введение национальной платежной системы снижает зависимость финансовой системы страны от иностранных платежных систем, с другой это сопровождается с большими затратами, связанные с продвижением.

Помимо низкого уровня проведения взаиморасчетов в национальных валютах, основными препятствиями для увеличения доли локальных валют в расчетах являются высокие неконтролируемые валютные риски, вследствие отсутствия инструментов хеджирования, торговое финансирование,

осуществляемое в основном в долларах США и евро, что увеличивает издержки и риски участников международной торговли в рамках союза.

Из всех стран ЕАЭС биржевой срочный рынок, на котором теоретически могут быть внедрены механизмы хеджирования валютных рисков по операциям с использованием валют стран Союза, существует в России, Армении и Казахстане. Но даже в структуре биржевых срочных рынков России и Армении отсутствуют инструменты, позволяющие хеджировать риски сделок по обмену валют стран ЕАЭС без использования в качестве промежуточной иной резервной валюты. На крупнейшем валютном рынке, в рамках ЕАЭС, в РФ полностью отсутствуют валютные деривативы, заключаемые в национальных валютах стран ЕАЭС. На крайне малом срочном рынке Армении в обращении находится только фьючерс на доллар, но и по нему сделки единичны. В отличие от срочного, валютный спот-рынок во всех странах ЕАЭС занимает значительную, а в трех странах из пяти – основную долю биржевого рынка. Однако при этом торговля валютными парами стран ЕАЭС составляет крайне незначительную долю валютного спот - рынка. Причина такого положения – высокие транзакционные издержки, предопределяемые крайне малым спросом на валюты стран ЕАЭС даже в соседних странах. Кроме того, ситуация на этих рынках характеризуется неустойчивостью, ярко выраженными структурными диспропорциями, а также таким негативным фактором, как доминирование российского рынка.

Отсутствие в большинстве стран ЕАЭС развитых финансовых рынков существенно снижает привлекательность инвестиций в эти страны, в первую очередь портфельных, для которых особенно важна возможность «выхода из инвестиций», что предполагает наличие ликвидного рынка. Плохой инвестиционный климат заставляет инвесторов скрываться за «офшорными вывесками» и, соответственно, использовать резервные валюты.

Макроэкономическая нестабильность в странах ЕАЭС способствует высокой волатильности их валют, что существенно сокращает доверие к национальным валютам. Это создает дополнительные риски как во внешнеэкономической деятельности, так и для национальных экономик в целом. Нестабильность национальных валют, ограниченная внутренняя конвертируемость, отсутствие рынка прямых котировок локальных валют, привязка к ключевым валютам во всех странах – членах, различная динамика обменного курса также являются преградой для формирования успешного валютного союза. Так, за 2013–2018 гг. валюты Беларуси, Казахстана и России обесценивались на 18,8 %, 19,8 % и 11,7 % соответственно (по отношению к международной корзине валют с 2010 г. в качестве базового года), в то время как валюты Армении и Киргизии были переоценены на 4,5 % и 14,5 % соответственно [214]. Исходя из структуры экономик, валюты России и Казахстана дорожают, если цены на нефть растут, а валюта Беларуси, напротив, дешевеет, поскольку дорогая нефть ведет к росту издержек и снижению конкурентоспособности экономики страны.

Вследствие различия экономик, фактически намерения государств по гармонизации и либерализации ДКП в основном носят декларативный характер, поскольку проведение самостоятельной ДКП, в том числе и валютной политики становится необходимостью. Однако индивидуальный подход в валютном регулировании становится преградой для интенсификации внешнеэкономической деятельности в рамках интеграции.

Так, Россия перешла к плавающему курсу в конце 2014 г. Казахстан шел путем постепенных небольших корректировок номинального обменного курса до перехода на политику плавающего курса в августе 2015 г. В Армении драм стабилизировался на новом уровне к доллару после периода высокой волатильности обменного курса в последние месяцы 2014 г. Беларусь отказалась от скользящей привязки и после резкой девальвации отпустила свой рубль в сравнительно свободное плавание в начале 2015 г., в то время как Кыргызстан девальвировал сом плавно в последнем квартале 2014 г. Нескоординированные действия регуляторов негативно отразились на взаимной торговле стран-участниц, так как неустойчивость национальных валют по ППС препятствует формированию устойчивых ценовых конкурентных преимуществ.

К расхождению покупательной способности валют приводят существенные различия в темпах инфляции, которые являются предпосылками неблагоприятной перспективы в рамках валютного союза. Рассмотрим инфляцию в странах-членах ЕАЭС (Таблица 11).

Таблица 11 – Инфляция в странах ЕАЭС (данные по инфляции взяты в среднем за год)

	Казахстан		Армения		Беларусь		Россия		Кыргызстан	
	Значение, %	Изменение, %	Знач.,%	Измен., %	Знач.,%	Измен., %	Знач.,%	Измен., %	Знач.,%	Измен., %
2006	8,6		3,4		7		9,7		5,6	
2007	10,8	25,75	4,6	32,62	8,4	20,55	9	-6,94	10,2	84,26
2008	17,1	59,04	9	98,07	14,8	75,92	14,1	56,63	24,5	139,69
2009	7,3	-57,46	3,5	-60,70	13	-12,67	11,7	-17,39	6,8	-72,12
2010	7,1	-2,33	7,3	105,25	7,7	-40,21	6,9	-41,19	8	16,54
2011	8,3	16,88	7,7	5,21	53,2	587,43	8,4	23,18	16,6	108,79
2012	5,1	-38,54	2,5	-66,81	59,2	11,25	5,1	-39,97	2,8	-83,36
2013	5,8	13,89	5,8	127,87	18,3	-69,09	6,8	33,45	6,6	138,95
2014	6,7	15,25	3	-48,50	18,1	-1,07	7,8	15,69	7,5	13,91
2015	6,7	-0,94	3,7	25,16	13,5	-25,32	15,5	98,52	6,5	-13,68
2016	14,6	118,63	-1,4	-137,68	11,8	-12,53	7,1	-54,60	0,4	-94,02
2017	7,4	-48,94	0,9	-164,58	6	-48,99	3,7	-47,90	3,2	716,2
2018	6,0	-18,91	2,5	175,03	4,9	-19,31	2,9	-21,67	1,5	-51,4

8									
---	--	--	--	--	--	--	--	--	--

Примечание – Составлено автором на основе данных Кноета

Устойчивость национальных валют стран ЕАЭС, определяемая степенью их внутренней покупательной способности, значительно отличается. В целом, стоит отметить, что уровень инфляции в ЕАЭС достаточно высок. Согласно одному из критериев конвергенции по договору о ЕАЭС, уровень инфляции в год должен превышать уровень инфляции в государстве-члене с наименьшим значением не более чем на 5 %. С 2016–2018 гг. уровень инфляции в Казахстане самый высокий. В 2016 и 2017 гг. Казахстан превысил критерий конвергенции на 11 п.п. и на 1,4 п.п. соответственно. В Беларуси отмечается также наибольший уровень инфляции за рассматриваемый период, несмотря на его снижение с 59,2 % в 2012 г. до 4,9 % в 2018 г. В рамках ЕАЭС критерий конвергенции нарушался в 2014г. на 10,1 п.п., 2015г. на 4,8 п.п., 2016г. на 8,2 п.п. В России отмечается резкое повышение в 2015 г. до 13,5 % в условиях экономического и политического кризиса, вследствие чего рубль существенно ослаб. В 2015 и 2016 гг. уровень инфляции в России не соответствовал критерию на 6,8 п.п. и 3,5 п.п. соответственно. В Кыргызстане в силу экономической стагнации и дефляции показатель инфляции минимальный. В Армении на фоне экономического спада покупательная способность на валюту снизилась, как следствие в 2016 г. уровень дефляции составил -1,4 %. К 2018 г. критериям конвергенции инфляции соответствовали все страны-члены, что частично объясняется согласованностью проведения монетарных политик стран ЕАЭС.

Индекс их реального эффективного валютного курса (РЭВК) наиболее точно показывает степень устойчивости национальных валют стран ЕАЭС (табл. 3). Это средневзвешенное значение валюты страны по отношению к индексу или валютной корзине стран – основных торговых партнеров, с учетом различий уровня инфляции. Повышение РЭВК национальной валюты снижает конкурентоспособность страны, поскольку экспорт сокращается за счет его удорожания, что усиливает позиции национальных импортеров и держателей долга в иностранной валюте. Как следствие, увеличение дефицита счета текущих операций платежного баланса, увеличение внешнего долга для его покрытия, финансовая нестабильность. Снижение РЭВК создает благоприятные условия для экспортеров и кредиторов, предоставляющих займы в иностранной валюте [215]. Рассмотрим динамику реальных эффективных курсов в странах – участницах ЕАЭС (Таблица 12).

Таблица 12 – Индекс реального эффективного обменного курса (в % к 2010 г.)

Год	Армения	Беларусь	Казахстан	Кыргызстан	Россия
2010	100	100	100	100	100
2011	99,1	85,9	99,6	106,0	104,7
2012	94,5	79,5	104,7	105,6	107,2
2013	95,8	85,8	104,8	106,2	108,5
2014	102,5	95,8	97,9	110,0	99,4
2015	108,4	92,4	102,7	115,1	82,9
2016	107,6	84,7	76,4	113,2	82,6

2017	104,0	80,7	81,9	113,3	95,7
2018	104,5	81,2	80,2	114,5	88,3

Примечание – Составлено автором на основе источника [216]

Согласно данным, к 2018 г. наблюдается снижение реальных эффективных обменных курсов относительно базового года и приблизительно равные показатели в Беларуси, Казахстане и России, что говорит о функционировании данных экономик, в долгосрочном аспекте, в условиях постоянных относительно друг другу цен, в отличие от Армении и Кыргызстана. Таким образом, можно допустить фиксацию номинальных валютных курсов только трех стран в рамках валютного союза.

На современном этапе в странах – участницах функционируют разные режимы обменного курса: в Армении, Казахстане, России – свободно плавающий обменный курс, в Белоруссии, Кыргызстане – управляемый свободно плавающий. Несмотря на различные режимы, цели инфляции примерно одинаковые. Так, в Армении проводится таргетирование инфляции на уровне 4 %, в Беларуси – таргетирование денежно-кредитной политики на уровне 5 %, в Казахстане – таргетирование инфляции на уровне 3–4 %, в Киргизии целью является установление ценовой стабильности с целевым показателем операционной инфляции в 5–7 %, в России – таргетирование инфляции на уровне 4 %.

Также в странах-участницах отмечаются различия и в валютных ограничениях. По сравнению со всеми странами - участницами Беларусь применяет более строгие валютные ограничения и обязательные административные процедуры. Наиболее либеральные подходы применяют Армения и Киргизия.

Помимо показателей инфляции, другие критерии номинальной конвергенции, такие как дефицит бюджета, который должен быть не более 3% ВВП и государственный долг, не превышающий 50% ВВП, были нарушены странами-членами с момента ввода Договора в 2015 г. (Таблица 13, 14).

Таблица 13 – Отношение профицита / дефицита консолидированного бюджета к ВВП в %

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Армения	-1,5	-1,9	-4,8	-5,5	-4,8	-1,6
Беларусь	0,2	1,0	1,8	1,3	2,8	3,8
Казахстан	7,6	11,0	9,6	-4,4	-4,2	2,8
Кыргызстан	-0,7	-0,5	-1,4	-4,4	-2,8	-0,3
Россия	-1,2	-1,1	-3,4	-3,7	-1,5	2,9

Примечание – Составлено автором на основе источника [217, 218]

Согласно данным, только в Беларуси отмечается постоянный профицит бюджета. Начиная с 2015 г с момента введения Договора о ЕАЭС, критерию бюджетного дефицита не соответствовали: Армения в 2015 г. на 1,8 п.п., в 2016 г. на 2,5 п.п., в 2017 г. на 1,8 п.п.; Россия в 2015 г. на 0,4 п.п., в 2016 г. на 0,7

п.п.; Казахстан в 2016 г. на 1,4 п.п., в 2017 г. на 1,2 п.п.; Киргизия в 2016 г. на 1,4 п.п. К 2018 г. данному критерию удовлетворяли все страны.

Таблица 14 – Отношение государственного долга к ВВП в %

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Армения	40,8	43,7	48,7	56,7	58,7	55,7
Беларусь	23,0	24,5	36,5	38,9	39,9	37,3
Казахстан	12,3	14,3	22,1	24,3	25,4	26,2
Кыргызстан	47,1	53,6	67,1	59,1	58,9	56,0
Россия	8,0	9,9	10,0	9,9	10,3	10,0

Примечание – Составлено автором на основе источника [217, 218]

В целом государственный долг стран-членов ЕАЭС относительно невысокий. Показатели государственного долга Армении и Кыргызстана не соответствовали требуемой величине.

Таким образом, согласно проведенному анализу, отметим, что наблюдается более активная конвергенция между Беларусью, Казахстаном, Россией и отставание от «ядра» Армении и Кыргызстана.

Развитию валютно-финансовой интеграции препятствуют следующие проблемы: разрыв в уровне развития и структуре национальных экономик; низкая конкурентоспособность товаров; низкий уровень взаимной торговли, за исключением двухсторонней торговли между Россией и Беларусью, Россией и Казахстаном, что ведет к низкой ликвидности обменных операций в национальных валютах, отсутствие кредитования в национальных валютах по торговому финансированию; высокий уровень долларизации экономик; неразвитость национальных финансовых рынков, отсутствие единой и эффективной расчетно-платежной системы в ЕАЭС; макроэкономическая нестабильность; волатильность курсов национальных валют; существенный разрыв в темпах инфляции; различные подходы в валютном регулировании и денежно-кредитной политике, отсутствие механизмов хеджирования валютных рисков.

Теоретически при применении национальных валют стран-участниц ЕАЭС во взаимных расчетах или введении единой валюты, валютные риски субъектов внешнеэкономической деятельности будут устранены, экономические и административные ограничения будут либеральнее, что будет способствовать стабилизации и конкурентоспособности национальных экономик.

Для подтверждения сказанного рассмотрим последствия влияния введения единой валюты на ценовую структуру, построив модель, на примере двух экономик и выявим, как соотношение количества поставляемых товаров изменяется в процессе изменения соотношения курса валют. Главная задача модели заключается в оценке риска обменного курса.

Теоретическая модель рассматривает взаимодействие между двумя странами, внутренней и внешней экономики. Согласно модели, единственная компания внутренней экономики производит агрегированный нормальный

товар, который продается в обеих экономиках: внутренней и внешней. Товар имеет идентичную постоянную эластичность на обоих рынках.

Процедура продажи товара следующая: на первом этапе компания подписывает и обговаривает условия с покупателем посредством договора и доставляет согласованное количество товара. На втором этапе покупатель производит оплату за товар по оговоренной цене. Для того чтобы посчитать текущую стоимость проданных товаров, компании нужно дисконтировать денежные потоки от торговой активности. Дисконт части выгоды, которая поступает от продаж на внешнем рынке, содержит компонент валютного риска: обменный курс между двумя валютами может измениться между двумя периодами, таким образом, компания может заработать меньше ожидаемого, в случае внезапного падения обменного курса.

Единственная цель, которую преследует вышеупомянутая компания – максимизировать прибыль от продажи товаров. Прибыль компании складывается из суммарных доходов за вычетом затрат на производство.

$$W = \frac{p_f \times q_f}{(1+r_d+\alpha)} + \frac{p_d \times q_d}{(1+r_d)} - C(q) \quad (3.3.1)$$

где p_f, p_d – цена товара на внешнем и внутреннем рынках, соответственно;
 q_f, q_d – количество товара, проданное на внешнем и внутреннем рынках, соответственно;

r_d – внутренняя ставка дисконтирования;

α – риск-премиум при торговле на внешнем рынке;

$C(q)$ – функция издержек компании, которая может быть представлена в виде:

$$C(q) = qp = i(q_f + q_d)p \quad (3.3.2)$$

где p – себестоимость товара.

Функция издержек состоит из двух компонентов: фиксированные издержки и переменные затраты.

Цена товара выводится отдельно для каждого рынка из формулы эластичности. Принимая во внимание постоянную величину эластичности продукта, в первую очередь рассмотрим получение цены на внутреннем рынке.

Она рассчитывается согласно общей формуле эластичности для нормального продукта:

$$\frac{-dq_d}{q_d} \div \frac{dp_d}{p_d} = e, \quad (3.3.3)$$

где e – величина эластичности.

После перегруппировки, беря экспоненту, приобретает следующий вид:

$$p_d = \sqrt[e]{\frac{e^{c_d}}{q_d}} \quad (3.3.3.1)$$

Цена продукта на внешнем рынке может быть получена аналогичным способом.

Таким образом, денежная ценность внутренней экономики до введения единой валюты представлена следующей формулой:

$$W_1 = \frac{q_f \times \sqrt{\frac{e^{c_f}}{q_f}}}{(1+r_d+\alpha)} + \frac{q_d \times \sqrt{\frac{e^{c_d}}{q_d}}}{(1+r_d)} - (q_f \times i_f + q_p) p i \quad (3.3.1.1)$$

Так как компания преследует цель максимизации прибыли, она будет склонна выбирать такие q_f и q_d , которые максимизируют W_1 :

$$\frac{q_d}{q_f} = i \quad (3.3.1.2)$$

После дифференцирования:

$$\frac{d\left(\frac{q_f}{q_d}\right)}{d\alpha} = e \times i \quad (3.3.1.3)$$

Из последней формулы можно проследить прямо-пропорциональную зависимость пропорции количества от α . Также, эффект будет тем больше, чем больше будет величина эластичности.

После введения единой валюты на территории обоих государств, эффект α исчезнет из равенства:

$$\frac{q_d}{q_f} = i \quad (3.3.1.4)$$

Или:

$$\frac{q_d}{q_f} = \frac{1}{e^{c_f - c_d}} \quad (3.3.1.5)$$

То есть, после введения единой валюты на территории двух стран, пропорция проданного количества зависит только от различия в размерах стран.

Следовательно, отношение становится меньше при исчезновении валютного риска, что означает следующее:

- Уменьшение q_d , поставляемое компанией;
- Увеличение q_f , поставляемое компанией.

Чтобы проследить эффект на цены, вспомним уравнение спроса:

Для внутреннего рынка:

$$p_d = \sqrt{\frac{e^{c_d}}{q_d}} \quad (3.3.1.6)$$

Для внешнего рынка:

$$p_f = \sqrt{\frac{e^{c_f}}{q_f}} \quad (3.3.1.7)$$

При обратно пропорциональной зависимости цен от количества поставляемой продукции в обеих экономиках, следуют дальнейшие выводы:

- Цена на внутреннем рынке увеличится, следуя за уменьшением поставляемого количества;
- Цена на внешнем рынке уменьшится, следуя за увеличением количества поставляемого товара.

Как видно из выводов модели, введение единой валюты обычно выгодно для экспортеров. Следовательно, экспорт страны будет увеличиваться, что положительно сказывается на торговом балансе страны. С другой стороны, единая валюта может пренебречь ценовыми различиями внутри валютного союза. Это создаст более широкие возможности для импортеров за счет упрощения анализа цен и ведения переговоров. В то же время такая прозрачность в отношении ценовых котировок усилит конкуренцию между компаниями и затруднит выживание слабых компаний, особенно в условиях низкого уровня производства. Таким образом, общий эффект неоднозначен.

Дополним модель с целью количественного определения риска и эмпирической попытки прогнозирования сценария для экономики Казахстана.

Обозначим риск обменного курса как α . Риск изменения обменного курса повысит общие риски компании. Для этого, мы сперва количественно оцениваем влияние β , коэффициента чувствительности компании к изменениям рыночной доходности.

Основная формула для β это:

$$\beta = \frac{\text{cov}(\dot{r}_i, r_m)}{\text{var}(\dot{r}_m)} \dot{r}_i \quad (3.3.4)$$

где r_i – ставка дисконтирования фирмы, r_m – мировая ставка дисконтирования.

Для измерения β , требуется рассчитать сложную процентную ставку компании.

Учетная ставка дисконтирования компании может быть определена следующей факторной моделью. В нашей конкретной модели факторы будут совокупным эффектом всех процессов, происходящих в отечественной экономике. Обменный курс будет влиять на долю внешних продаж:

$$r_i = r_f + \beta_1 F_1 + \delta \text{exc} \quad (3.3.5)$$

Обозначения для формулы следующие:

r_i – ставка дисконтирования фирмы;

r_f – безрисковая ставка;

F_1 – риск, связанный с обменным курсом компании в рамках внутренней экономики;

β_1 – доля внутренних продаж компании;

exc – риск, связанный с обменным курсом;

δ – доля внешних продаж компании.

Подставляя выражение для r_i в формулу, мы разделим влияние обменного курса и кумулятивных факторов экономики:

$$\beta = cov \frac{(\dot{r}_f + \beta_1 F_1 + \delta * exc, r_m)}{var(\dot{r}_m)} \dot{\quad} \quad (3.3.4.1)$$

Открываем скобки:

$$\beta = \dot{\quad} \dot{\quad} \quad (3.3.4.2)$$

Упорядочим выражения:

$$\beta = cov(\dot{r}_f, r_m) + \beta_1 cov \frac{(\dot{F}_1, r_m)}{var(\dot{r}_m) + \delta cov \frac{(\dot{exc}, r_m)}{var(\dot{r}_m)}} \dot{\quad} \dot{\quad} \quad (3.3.4.3)$$

В приведенной выше формуле эффекты разных переменных теперь разделены, первое выражение представляет собой эффект «внутренних» факторов, которые определяются в рамках внутренней экономики, и внешний фактор – выражение обменного курса.

Поскольку нас интересуют последствия для экономики Казахстана, мы подставляем компоненты с соответствующими обозначениями следующим образом:

$$\beta_{ig} = cov(\dot{r}_f, r_m) + \beta_1 cov \frac{(\dot{F}_1, r_m)}{var(\dot{r}_m)} \dot{\quad} \dot{\quad} \quad (3.3.4.4)$$

$$\beta_e = cov \frac{(\dot{exc}, r_m)}{var(\dot{r}_m)} \dot{\quad} \dot{\quad} \quad (3.3.4.5)$$

Проведя все эти операции, нам удалось разделить влияние внутренних и внешних факторов на общую бета:

$$\beta = \beta_{ig} + \delta \beta_e \quad (3.3.4.6)$$

При условии эффективных рынков, ставка дисконтирования для компании может быть определена с помощью модели CAPM, β будет определяться по формуле выше, λ – премия за риск ($r_m - r_f$):

$$r_i = r_f + \beta \lambda \quad (3.3.6)$$

Подставляем формулу для β :

$$r_i = r_f + (\beta_{ig} + \delta \beta_{exc}) \lambda \quad (3.3.6.1)$$

Открываем скобки:

$$r_i = r_f + \beta_{ig} \lambda + \delta \beta_{exc} \lambda \quad (3.3.6.2)$$

где $\beta_{exc} \lambda = \alpha$.

В случае введения единой валюты на территории обеих стран термин обменного курса исчезнет.

Эмпирические доказательства по риску обменного курса для Казахстана.

Поскольку среди стран ЕАЭС Казахстан имеет тесную экономическую взаимосвязь с Россией, оценим риск обменного курса для Казахстана. При оценке была применена простая регрессия темпов роста обменного курса рубль/тенге (Δe , ежедневная разница обменного курса по сравнению с предыдущим днем), представленные Национальным банком Казахстана, и темпом роста индекса KASE ($\Delta KASE$, ежедневная разница индекса по сравнению с предыдущим днем). В Регрессии 1 использованы данные за период с 1 октября 2007 г. по 1 июня 2015 г. Вторая регрессия дополнена данными до 28 июля 2018 г. Простая регрессия OLS дает результаты, представленные в Таблице 15. Зависимая переменная: ежедневное изменение индекса KASE; независимая переменная: ежедневное изменение курса рубль/тенге.

Модель регрессии будет иметь следующий вид:

$$\Delta e = a + b * \Delta KASE \quad (3.3.6.3)$$

Таблица 15 – Регрессия OLS для обменного курса тенге / рубль

Параметры	Регрессия 1	Регрессия 2
b – коэффициент регрессии	.1995264	.0954698
t–статистика b	5.25	3.50
a – постоянный член	-0.00350	0.0001256
t–статистика a	-0.77	0.36
R–квадрат	0.0144	0.0046
Количество наблюдений	1889	2627

Примечание – Составлено на основе расчетов автора

Поскольку вначале рассматриваемые экономики отличаются друг от друга, присутствует риск изменения обменного курса, что предполагает переоценку продукта за рубежом, поскольку фирме требуется компенсация за этот риск. Затем, после введения единой валюты, риск исчезает, что означает, что переоценка более не является эффективной стратегией, поэтому фирма снижает цену на экспортируемый ею продукт.

b – коэффициент регрессии представляет β_e из уравнения 3.3.6.2.

Результаты регрессии 1. Если предположить, что (λ) доля иностранного бизнеса казахстанской компании равна в среднем 10 %, риск обменного курса (α) составит примерно 1,9 %. Тогда, при предполагаемой ставке дисконтирования для внутренних продаж на уровне 10 %, для иностранного бизнеса она будет составлять 11,9 %.

Таким образом, чтобы компенсировать этот дополнительный риск, компания должна взимать цену как минимум на 19 % выше с продукта, продаваемого за рубежом. С введением единой валюты у компании не будет необходимости компенсировать риск, таким образом, она сможет снизить цену.

Результаты регрессии 2 показывают, что риск обменного курса для казахстанской компании снизился в среднем до 0,9 %. Таким образом, если оставить прежними наше предположение о том, что доля иностранного бизнеса в компании равна, в среднем, 10 %, риск обменного курса (α) для казахстанской компании составит 0,9 %. Предполагая, что ставка дисконтирования для внутренних продаж составляет 10 %, то для иностранного бизнеса будет 10,9 %. Компания должна взимать цену как минимум на 9,5 % выше с продукта, продаваемого за рубежом.

Данные результаты имеют ограничения в виде низкого R^2 , что обусловлено ограниченностью модели, и может быть исправлено при учете дополнительных макроэкономических факторов.

При сопоставлении данных результатов, прослеживается сокращение компенсации за риск почти вдвое при добавлении данных за 2015–2018 гг. Мы связываем это с валютной политикой НБРК по переходу на рыночное курсообразование тенге и политику государства в развитии экономического сближения в рамках ЕАЭС.

По сравнению с предыдущей регрессией показатель R -квадрата почти вдвое уменьшился до 0,0046 (предыдущее значение R -квадрата было 0,0144). Одним из возможных объяснений этого является относительное снижение влияния российской экономики на казахстанскую, а также зависимость Казахстана от других внешних факторов, в частности падения цен на нефть за 2015–2017 гг.

На приведенной ниже диаграмме (Рисунок 8) показано изменение индекса KASE, курса рубля по отношению к тенге и цены на нефть марки Brent за январь 2015 г. – июнь 2018 г. Нефтяной кризис хорошо прослеживается на этой диаграмме: цена нефти марки Brent начала падать на фоне новостей об увеличении мировой добычи. Причины увеличения добычи связаны с открытием месторождений сланцевой нефти в США, а также с нежеланием основных игроков на рынке нефти, таких как Объединенные Арабские

Эмираты и Иран сократить объемы добычи. Таким образом, минимального значения цены на нефть достигли в январе 2016 г. (30,8 долл. за баррель нефти марки Brent). После января 2016 г. цена начала постепенно подниматься. Аналогичным образом себя ведет и индекс KASE.

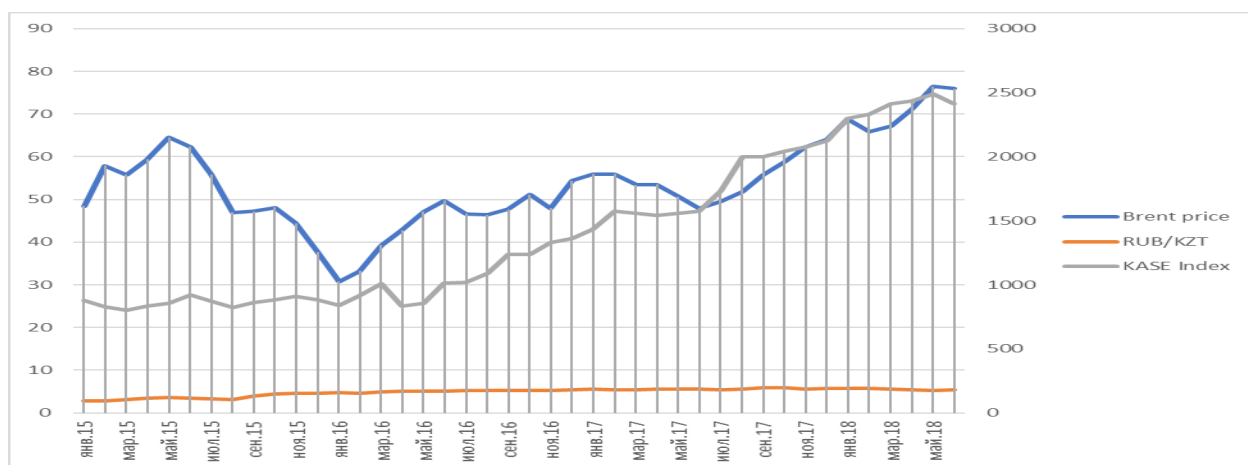


Рисунок 8 – Изменения курса рубля к тенге, цены Brent и индекс KASE

В то же время, резкое понижение курса рубля, происходившее вплоть до сентября 2015 г. не могло сравниться по магнитуде и масштабам с глобальным нефтяным кризисом. Кроме того, отношение рубль/тенге было довольно быстро восстановлено до привычного 1 рубль = 5 тенге и впоследствии значительно не менялось. Однако, корреляция $\text{cor}(Brent, KASE) = 0,704152269$, величина $R\text{-squared}$ при регрессии индекса KASE на цену нефти марки Brent 0,495830418.

Набор данных был проверен на стационарность с использованием расширенного критерия Дики-Фуллера, тест дал достаточно доказательств, чтобы отвергнуть нулевую гипотезу о том, что данные являются нестационарными при уровнях значимости как 5 %, так и 10 % (Таблица 16).

Таблица 16 – Результаты расширенного теста Дики – Фуллера

Переменная	Test statistic	Критическая ценность при уровне значимости 5 %	Критическая ценность при уровне значимости 10 %
Темпы роста KASE	-13.4	-1.9	-1.6
Темпы роста RUB/KZT	-10.3	-1.9	-1.6

Таким образом, полученные результаты, особенно значение β , могут быть очень полезны для прогнозирования возможного изменения цен при вступлении в валютный союз.

Теоретическая модель, представленная в работе, объясняет изменение цены, которое происходит после введения единой валюты в двух странах. Риск обменного курса возникает из-за разницы между периодами получения товара

покупателем и периодом, который он оплачивает за товар. Модель гласит, что введение единой валюты в двух странах увеличит экспорт стран, в то же время снизит цены на экспортируемую продукцию. Риск был определен количественно. Если бы в нынешней ситуации был создан валютный союз, можно было бы ожидать снижения цен до 10 % (с учетом валютного риска 0,9 % и учетной ставки 10 %), что не могло компенсировать негативные последствия для стран [219].

В заключение можно констатировать, что в настоящее время страны ЕАЭС не готовы к тесной интеграции, особенно с единой валютой, ни технически, ни экономически. Данное утверждение подтверждается эмпирическими расчетами ученых, основанных на применении критериев ОВЗ в рамках ЕАЭС [220, 221, 222, 223, 224]. Хотя техническая часть может быть подстегнута политическими инструментами, как это было при переходе от одного этапа к другому в экономической интеграции, различия в экономическом положении разных стран такими методами быстро преодолеть невозможно. Ускоренное продвижение валютной интеграции не способствует развитию общих рынков, а, наоборот, создаст дополнительные риски.

Как показывает опыт ЕС – самой развитой на сегодня интеграционной группы в мире, даже техническое введение единой валюты довольно сложный процесс, к которому надо подготовить практически всех участников экономики. Но до этого технического момента должны быть достигнуты тесная согласованность в важных направлениях экономической политики, прежде всего бюджетной и налоговой политике стран-участниц, которую не удалось достичь даже странам валютной зоны Евро. К этим проблемам могут добавиться различия в размерах и структуре экономики разных стран. Страны с малодиверсифицированными экономиками и, поэтому, уязвимые к внешним шокам, могут понести большие потери. Свобода движения факторов производства приведет к концентрации капитала в регионах, инвестиционная привлекательность которых выше. В итоге при объединении валютный союз стран с разным уровнем экономического развития главными выгодоприобретателями становятся более развитые страны.

Как показано в предыдущих разделах дифференциация размеров и уровня развития стран ЕАЭС намного сильнее, чем в ЕС, а удельный вес взаимной торговли намного ниже, за исключением России, Беларуси и Казахстана. Многие направления экономической политики малосогласованы хотя бы из-за разного времени вступления в ЕАЭС. Этих причин, не говоря уже о других, вполне достаточно, чтобы прийти к заключению, что проблема создания тесного валютного союза для ЕАЭС вопрос долгосрочной перспективы, в течение которой надо решать другие, подготовительные к союзу задачи. Валютный союз может быть заключен тогда, когда все участники будут уверены, что выгоды от этого сотрудничества будут преобладать над потерями, которые обязательно будут, и такой союз будет максимально совпадать с национальными экономическими интересами.

Таким образом, выделим проблемы, препятствующие интенсификации

валютно-финансовой интеграции в рамках ЕАЭС и условно рекомендации по их преодолению в Таблице 17:

Таблица 17 – Проблемы, препятствующие интенсификации валютно-финансовой интеграции в рамках ЕАЭС рекомендации по их преодолению

Проблемы, препятствующие интенсификации валютно-финансовой интеграции в рамках ЕАЭС	Рекомендации по их преодолению
Разрыв в уровне развития и структуре национальных экономик, низкая конкурентоспособность товаров, макроэкономическая нестабильность, существенный разрыв в темпах инфляции.	Достижение странами-участницами стабильных и целевых макроэкономических показателей, реального уровня конкурентоспособности и диверсифицированности экономик; проведение эффективной ДКП, в том числе дисконтной; дедолларизация; создание благоприятного инвестиционного климата и политической обстановки, условий для добросовестной конкуренции; взаимная финансовая поддержка путем заключения соглашений своп-линий, которые позволят покрывать дефицит платежного баланса, а также взаимного кредитования; стабилизация цен за счет усиленного контроля ценообразования монополий.
Низкий уровень взаимной торговли, за исключением двухсторонней торговли между Россией и Беларусью, Россией и Казахстаном высокий уровень долларизации экономик.	Сокращение инфляции; укрепление национальных валют; создание единой и эффективной расчетно-платежной системы в ЕАЭС; формирование прозрачного и регулируемого механизма взаимной корректировки национальных валют в целях расширения внешнеэкономических расчетов в пределах союза в национальных валютах стран-участниц; обеспечение совместимости национальных платежных систем и формирование механизма трансграничных расчетов между странами-членами.
Низкий уровень развития национальных финансовых систем, различные подходы в валютном регулировании и денежно-кредитной политике.	Интенсивное развитие и совершенствование финансовых рынков, в особенности банковского сектора; унификация и координация денежно-кредитной политики, в том числе валютной, дисконтной, девизной на основе расширения наднациональной институциональной структуры, обладающей эффективными рычагами воздействия на национальные регуляторы; создание условий для беспрепятственного взаимного доступа и эффективного функционирования инвесторов и компаний стран-членов в рамках ЕАЭС, а также институциональной базы для контроля соблюдения прав и обязанностей участников и урегулирования споров; совершенствование механизма по хеджированию рисков.
Волатильность курсов национальных валют	Снижение зависимости экономик от цен на мировых сырьевых рынках путем диверсификации экономик; проведение согласованной курсовой политики странами, а также бюджетной политики на локальном уровне; стабилизация цен за счет усиленного контроля ценообразования монополий; активное государственное регулирование экономикой посредством ДКП.

Примечание – Составлено автором

Таким образом, в краткосрочной перспективе, в рамках ЕАЭС, первостепенным является переход во взаимных расчетах на национальные валюты и формирование соответствующей инфраструктуры. В среднесрочной перспективе как промежуточный этап полного валютного союза можно было бы предусмотреть введение наднациональной расчетной единицы типа переводного рубля или ECU, определяемая корзиной валют стран-участниц, которая сохранит участникам союза относительную свободу в ДКП, упростит механизм взаиморасчетов, снизит транзакционные валютный издержки. Регулирующими функциями целесообразно наделить Евразийский банк. Мировая практика показывает, что использование коллективной цифровой валюты на базе многостороннего клиринга является перспективным направлением. В условиях неопределенности МВС и резервных валют такая коллективная валюта могла бы служить региональной резервной единицей, которая в какой-то мере может замещать те резервные валюты, которые исчерпали доверие мирового экономического сообщества. Альтернативой клиринговой валюте может быть и наднациональная криптовалюта, которая будет обращаться параллельно с национальными валютами и применяться во внешнеэкономических региональных расчетах и обеспечена товарно-денежными потоками. Введение коллективной валюты остается на долгосрочную перспективу, при условии устранения всех препятствий и достижения определенного уровня экономического развития стран-членов [225].

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Исследования, проведенные в настоящей диссертации, позволили обобщить следующие результаты и выводы:

- Развитие мировой валютно-финансовой системы обусловлено историческими предпосылками, так как этапы развития МВС формировались по мере развития международно-финансовых и экономических отношений. Параллельно с эволюцией МВС появляются теоретические модели ученых различных экономических школ (классические, номиналистические, неоклассические, кейнсианские и современные теории), которые выражают позицию определенной социальной группы и определенного временного периода и предлагают различные методы валютно-финансового регулирования. Каждое направление имеет свои достоинства и недостатки, однако в настоящее время нет общепризнанной общей теории валютно-финансового регулирования. Это предопределяет дальнейшие теоретические поиски, а на практике приводит к противоречиям в регулировании МВС.

- Современная мировая валютная система, не соответствует новым условиям и характеризуется нестабильностью, что проявляется в мировых финансовых кризисах. Основными причинами глобальной валютно-финансовой нестабильности являются: долларový стандарт; необеспеченность ключевых валют; протекционизм при проведении ДКП, в том числе странами-эмитентами ведущих валют; чрезмерная либерализация финансовой сферы; неспособность МВФ обеспечивать финансовую стабильность в мире; нерегулируемое расширение производных финансовых инструментов и др.

Волатильность обменных курсов национальных валют, которая связана главным образом с денежно-кредитной политикой крупных игроков на мировом валютном рынке, является основным системным дефектом современной МВС, что представляет постоянную угрозу для международной торговли, воздействуя на соотношение экспортных и импортных цен, конкурентоспособность и прибыль компаний, а также на состояние национальных экономик в целом. Экстремальные колебания основных ключевых валют способствовали чрезмерному накоплению иностранных резервов развивающимися странами в качестве безрисковых активов для обеспечения финансовой стабильности и поддержания курса национальных валют, имеющих жесткую привязку к ключевым валютам. Как следствие, увеличение объемов ликвидности в национальных экономиках, инфляция, появление спекулятивных пузырей, укрепление национальной валюты, снижение конкурентоспособности. Все это приводит к усилению международных экономических противоречий и геополитической напряженности. Так, мировой финансовый кризис 2007 – 2009 гг. повлек за собой глобальную рецессию, последствиями которого явились обесценение финансовых активов, сокращение движения капитала, девальвация валют, сокращение международной торговли. Масштабность и последствия кризиса отразились на денежно-кредитной политике всех стран. Отход от классических

теорий экономической науки и применение нестандартных методов регулирования экономики, таких как политика количественного смягчения и политика низких/отрицательных процентных ставок, негативно отражается на современной мировой валютной системе. Опыт показывает, что применение нестандартных инструментов монетарной политики развитых государств не способны устранить основные проблемы мировой экономики, а результаты не всегда соответствуют первоначальным целям. Так, высокие цены на активы, снижение их доходности до чрезмерно низкого уровня или даже отрицательного, независимо от кредитоспособности компании или страны, приводит к эффекту искажения на финансовых рынках, усугубляя отрыв финансового рынка от реального. Таким образом, избыток долговых обязательств увеличивается. Кроме того, ценообразование на рынках активов формируется не рыночными механизмами, а на основе ДКП развитых стран. Данная ситуация приводит к экономическому неравенству между странами, которое переходит в политическое. Сложившаяся ситуация требует от всех участников мирового финансового сообщества коллективной разработки дальнейших принципов развития, реформирования и методов регулирования МВС на взаимовыгодной основе.

- На современном этапе идут активные теоретические поиски новой формы международной валютной системы, адекватной изменившимся условиям воспроизводства мировой экономики. Экономистами вносятся предложения по реформированию Ямайской валютной системы лишь по одному критерию — снижению доминирующей роли необеспеченного и неустойчивого доллара как основной мировой резервной валюты. Среди направлений теоретического поиска дальнейшего развития МВС: формирование мультивалютного стандарта, основанного на ключевых или региональных валютах; усиление роли SDR как глобальной международной валюты; введение многотоварного стандарта, распространение криптовалют и др. Каждое из этих направлений имеет определенные системные ограничения. Единого понимания перспектив мировой валютной системы среди ученых до сих пор не сформировалось. Однако поиск механизмов защиты национальных экономик от давления ведущих валют становится тенденцией глобального развития.

В долгосрочной перспективе предполагается, что новая МВС может основываться на наднациональной валюте нового формата, не привязанной к какой-либо национальной валюте. Данное направление требует от субъектов МВС разработки на международном уровне единого согласованного механизма регулирования валютно-финансовых отношений с целью обеспечения финансово - экономической безопасности в мире. Для достижения поставленных целей необходимо: 1) формирование наднационального органа, который будет независимым международным эмиссионным и регулирующим институтом, способным регулировать процессы МВС и предоставлять финансовую помощь странам, наиболее подверженным внешним шокам; 2) разработать систему международного регулирования потоков капитала, что будет способствовать обеспечению прозрачности национальных финансовых

систем; 3) в качестве переходного этапа с целью диверсификации экономических и политических рисков предполагается формирование новых региональных финансовых центров за счет постепенного усиления региональных валют. Кроме того, в обозримой перспективе, решение проблемы может быть найдено в реформировании и реорганизации МВФ. Инструментом повышения эффективности мировой валютной системы может быть перераспределение квот стран-членов МВФ в соответствии с их реальным удельным весом в мировом ВВП, а не с величиной их вноса в уставный капитал этой организации.

- Формирование и усиление региональных валютных объединений на современном этапе является одним из способов защиты развивающихся стран от внешних финансовых потрясений. Основные цели стран, намеревающихся вступить в валютный союз: усиление позиций стран-участниц в глобальном масштабе и расширение зоны влияния, стабилизация национальных валютных систем, сокращение зависимости от конъюнктуры мировых рынков и международных организаций, снижение валютных рисков, сокращение транзакционных издержек, и усиление противостояния кризисам при условии эффективного регулирования внутрирегиональных финансовых отношений.

В соответствии с уровнем интенсификации валютной интеграции в рамках соглашений формируются платежные системы, которые ослабляют волатильность трансграничных потоков частного капитала и стимулируют внутригрупповую торговлю без использования доллара, тем самым сокращая транзакционные издержки; происходит объединение резервов с целью обеспечения краткосрочного финансирования и координации курсовой политики, которая предотвращает накопление внутрирегиональных дисбалансов. Установление своп-соглашений между региональными валютными организациями и центральными банками-эмитентами ключевых валют либо создание в рамках союза клирингового фонда или резервного пула значительно увеличили бы доступ к необходимой ликвидности членов региональных соглашений, в том числе за счет собственных внутрирегиональных займов.

Однако исследуемый мировой опыт показывает, что противоречия в интересах отдельных государств вследствие различий экономик, проведение несогласованной и неэффективной макроэкономической политики способствуют развитию кризисных явлений в рамках валютных союзов. Менее развитые страны ограничены в создании дополнительных конкурентных преимуществ для национальных производителей за счет валютной политики. В результате страны-лидеры валютного объединения расширяют свой экспорт за счет сокращения производства в странах-перифериях. Последние в целях покрытия дефицита платежного баланса вынуждены прибегать к иностранному кредитованию, увеличивая внешний долг страны. Увеличение долговых обязательств некоторых стран-участниц негативно отражается на всем объединении в целом, поскольку кредиторами в основном выступают сами страны-лидеры. Кроме того, сокращение производства и экспорта в менее

развитых странах союза ведет к замедлению экономического роста, значительной безработице, сокращению внутреннего спроса, что соответственно способствует сокращению экспорта стран-лидеров. Таким образом, потеря суверенитета при проведении финансовой политики, риск асимметричных шоков, адаптационные издержки при введении новой валюты, увеличение разрыва между лидирующими странами и менее развитыми в рамках союза могут принести больше потерь, чем выгод, т.е. формирование региональных валютных союзов в мире не всегда является эффективным решением.

- С момента введения национальной валюты РК добилась значительных успехов в становлении адекватной рыночной экономике финансовой системы, в том числе ее составной части, валютной системы. По мере развития валютной системы формировалась соответственно валютная политика, первостепенной задачей которой является поддержание стабильности курса национальной валюты, поскольку для экспортоориентированной экономики Казахстана характерна высокая чувствительность внешней торговли к изменению валютного курса, при малоэластичности импорта к внешним шокам и курсовым колебаниям, что повышает уязвимость национальной безопасности страны.

Проводимая политика по либерализации финансовой сферы не рыночными, а законодательными методами еще больше спровоцировало тенденцию уязвимости страны от спекулятивных потоков иностранного капитала и увеличивающегося внешнего долга. Как следствие, постоянное ослабление тенге. Конкурентоспособность отечественных товаров поддерживалась государством с помощью девальвации национальной валюты. Однако, исходя из теории и практики, можно утверждать, что девальвация оказывает отрицательное влияние на сырьевые экономики, так как они не могут реализовать экспортные преимущества от девальвации национальной валюты в отличие от стран с диверсифицированной экономикой. Девальвация тенге поддержала сырьевой сектор Казахстана, но увеличила инфляцию и цены на товары повседневного спроса, что отрицательно сказывается на реальных доходах населения. В будущем девальвация уже не может рассматриваться в качестве инструмента регулирования платежного баланса, так как девальвация уже не спасает от кризиса платежного баланса, а лишь временно несколько смягчает его. При этом она неоправданно увеличивает социальные и политические риски, поскольку негативно отражается на материальном благополучии граждан.

Введенный после обвала тенге в 1999 г. свободно плавающий режим фактически не является таковым, поскольку, несмотря на активную политику по дедолларизации экономики, роль доллара и политики ФРС достаточно значимы для казахстанской экономики.

Исходя из данных условий, выявляются проблемы дефицита ликвидности, уменьшения инвестиционных ресурсов, упущения доходов от «сбежавшего» капитала, снижения устойчивости всех сегментов финансового рынка, ухудшение состояния платежного баланса. Кроме того, сырьевая

направленность экономики РК, недостаточно развитые финансовые рынки, зависимость от денежно-кредитной политики мировых финансовых регуляторов и состояния экономик стран основных партнеров РК негативно отражается на всех элементах национальной валютной системы, а в итоге на социально-экономическом развитии страны.

Предотвратить негативные последствия в валютной сфере и в управлении финансами в целом может частичный отход от либеральной модели рыночной экономики в финансовой сфере через совершенствование финансового сектора, снижение уровня проблемных активов банковской системы, кроме того, остро необходима диверсификация экспортных потоков казахстанской продукции, а также снижение зависимости от импорта за счет увеличения собственных производственных мощностей. Необходимо ужесточить контроль по движению капитала, реализации инвестиционных проектов, в том числе выполняемых в рамках государственных программ, усилить борьбу с излишней бюрократией и коррупцией в государственных органах по контролю и надзору экспортно-импортной и предпринимательской деятельности.

- На данный момент страны Евразийского Союза ни технологически, ни экономически не готовы к созданию валютной зоны в рамках ЕАЭС. Развитию валютно-финансовой интеграции препятствуют следующие проблемы: разрыв в уровне развития и структуре национальных экономик; низкая конкурентоспособность товаров; низкий уровень взаимной торговли, за исключением двухсторонней торговли между Россией и Беларусью, Россией и Казахстаном, что ведет к низкой ликвидности обменных операций в национальных валютах, отсутствие кредитования в национальных валютах по торговому финансированию; высокий уровень долларизации экономик; неразвитость национальных финансовых рынков, отсутствие единой и эффективной расчетно-платежной системы в ЕАЭС; макроэкономическая нестабильность; волатильность курсов национальных валют; существенный разрыв в темпах инфляции; различные подходы в валютном регулировании и денежно-кредитной политике, отсутствие механизмов хеджирования валютных рисков.

В целях разрешения данных проблем даны следующие рекомендации:

1) Достижение странами-участницами стабильных и целевых макроэкономических показателей, реального уровня конкурентоспособности и диверсифицированности экономик; проведение эффективной ДКП, в том числе дисконтной; дедолларизация; создание благоприятного инвестиционного климата и политической обстановки, условий для добросовестной конкуренции; взаимная финансовая поддержка путем заключения соглашений своп-линий, которые позволят покрывать дефицит платежного баланса, а также взаимного кредитования; стабилизация цен за счет усиленного контроля ценообразования монополий.

2) Сокращение инфляции; укрепление национальных валют; создание единой и эффективной расчетно-платежной системы в ЕАЭС; формирование прозрачного и регулируемого механизма взаимной корректировки

национальных валют в целях расширения внешнеэкономических расчетов в пределах союза в национальных валютах стран-участниц; обеспечение совместимости национальных платежных систем и формирование механизма трансграничных расчетов между странами-членами.

3) Интенсивное развитие и совершенствование финансовых рынков, в особенности банковского сектора; унификация и координация денежно-кредитной политики, в том числе валютной, дисконтной, девизной на основе расширения наднациональной институциональной структуры, обладающей эффективными рычагами воздействия на национальные регуляторы; создание условий для беспрепятственного взаимного доступа и эффективного функционирования инвесторов и компаний стран-членов в рамках ЕАЭС, а также институциональной базы для контроля соблюдения прав и обязанностей участников и урегулирования споров; совершенствование механизма по хеджированию рисков.

4) Снижение зависимости экономик от цен на мировых сырьевых рынках путем диверсификации экономик; проведение согласованной курсовой политики странами, а также бюджетной политики на локальном уровне; стабилизация цен за счет усиленного контроля ценообразования монополий; активное государственное регулирование экономики посредством ДКП.

- На основе авторской теоретической модели, обосновано, что введение единой валюты создает благоприятные условия для расширения экспорта за счет снижения транзакционных издержек, что положительно сказывается на торговом балансе страны и в то же время снизит цены на экспорт. Кроме того, прозрачность в отношении ценовых котировок на торгуемые товары усилит конкуренцию на рынках сбыта и ограничит доступ к ним неконкурентоспособных компаний, что в условиях низкой производительности негативно скажется на экономическом росте страны. Количественная оценка риска показала, что, несмотря на снижение валютного риска, премия стран не покрывает другие негативные последствия. Таким образом, при углублении валютной интеграции стран-членов ЕАЭС в современных условиях потерь будет больше выгод.

Разумеется, что одной из объективных предпосылок экономической и валютной интеграции является принятие политических решений. При помощи политических инструментов можно значительно ускорить интеграционные процессы, но экономическую готовность стран-участниц к валютной интеграции невозможно подстегнуть административными методами. Если страны - участницы со слабо диверсифицированными и крайне уязвимыми к внешним ценовым шокам экономиками объединят валютное пространство, то это не снимет риски, а умножит их. Иными словами, проблема даже не в том, что наши экономики не готовы к валютной интеграции, а в том, что они не готовы к валютной самостоятельности даже в пределах собственных границ, так как валютные риски являются ключевой проблемой для всех стран ЕАЭС. Кроме того, слабые валюты в сумме не могут дать одну сильную. Поэтому, по мнению автора, задачей на ближайшую перспективу является переход во

взаимных расчетах на национальные валюты, что потребует создания соответствующей инфраструктуры. В среднесрочной перспективе как промежуточный этап полного валютного союза можно было бы предусмотреть введение наднациональной расчетной единицы типа ECU, определяемая корзиной валют стран-участниц, которая сохранит участникам союза относительную свободу в ДКП и упростит механизм взаиморасчетов. Доля каждой страны-участницы в корзине валют будет определяться соотношением основных национальных социально-экономических показателей к общим показателям ЕАЭС, например уровень ВВП, ППС к валютному курсу. Мировая практика показывает, что использование коллективной цифровой валюты на базе многостороннего клиринга является перспективным направлением. В условиях неопределенности будущей МВС и резервных валют такая коллективная валюта могла бы служить региональной резервной единицей, которая в какой-то мере может замещать те резервные валюты, которые исчерпали доверие мирового экономического сообщества. Альтернативой клиринговой валюте может быть и наднациональная криптовалюта, которая будет обращаться параллельно с национальными валютами, применяться во внешнеэкономических региональных расчетах и обеспечена товарно-денежными потоками. Введение коллективной валюты остается на долгосрочную перспективу, при условии устранения всех препятствий и достижения определенного уровня экономического развития стран-членов

Поэтому дальнейшую интеграцию в рамках ЕАЭС следует начинать с разработки поэтапного плана гармонизации всех сфер экономики, в том числе и валютной политики.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

- 1 Гужва Е. Г., Лесная М. И., Кондратьев А. В., Егоров А. Н. Мировая экономика. / СПбГАСУ. – СПб., 2009. – 116 с.
- 2 Волгина Н. А. Международная экономика. / М.: Эксмо, 2006. – 736с.
- 3 Николаева И. П. Мировая экономика. / М.: ЮНИТИ–ДАНА, 2006. – 510 с.
- 4 Гусаков Н. П. Международные валютно-кредитные отношения. / – М: ИНФРА–М, 2013. – 314 с.
- 5 Суханов О. В. Международный финансовый менеджмент. / СПб: ИЭО СПбУТУиЭ, 2008. – 170 с.
- 6 Юм Д. Философское наследие – Собрание сочинений.– М., 1965. – 2 т. – 927с.
- 7 Cassel G. Money and Foreign Exchange after 1914 / New York: McGraw–Hill Book Co, 1923. – 139 p.
- 8 Fisher I. Stabilised money: A history of the movement. – George Alleen and Unwin Ltd, London, 1935. – 442 p.
- 9 Keynes J. M. Monetary Reform / J. M. Keynes. – London: Macmillan & Co, 1924.–212 p.
- 10 Еврейсков А. В. Кризис валютной системы капитализма //Проблема валютных курсов. – М.: Внешторгиздат, 1955. – 197 с
- 11 Nurkse R. Internationale Kapitalbewegungen. – London: Macmillan & Co, 1935. – 124 p.
- 12 Halm G. N. Monetary Theory. – Philadelphia, 1946, Second edition.–P. 219–220.
- 13 Williams J. H. Postwar Monetary Plans and others Essays / J. H. Williams. – London, Basil Blackwell: Oxford, 1949. – 395 p.
- 14 Winder G. The free Convertibility of Sterling / London: The Economist, 1955.
- 15 Keynes J. M. A Treatise on Money. Economic Possibilities for our Grandchildren / London: Macmillan & Co, 1930. – 267 p.
- 16 Киреев А. П. Прикладная макроэкономика. / М: Международные отношения, 2006. - 456 с.
- 17 Красавина Л. Н. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения. / М: Юрайт, 2017. – 543 с.
- 18 Keynes J. M. The Collected Writings, Volume XXV: Activities, 1940-44 – Shaping the Post-war World: The Clearing Union / Basingstoke: Cassini Publishing Ltd, 1980. – 592 p.
- 19 Линкевич Е.Ф. Валютно-финансовая политика США в условиях современного мирового экономического кризиса // Глобальный мир: антикризисные императивы, модернизация, институты: материалы Международной научно-практической конференции. Южный федеральный университет. – М.: Межвузовская книга, 2012. - С. 398-404.

- 20 Павлов В.В. Регулирование валютных отношений современного капитализма / М: Наука, 1977. – 156 с.
- 21 Friedman M. How Well are Fluctuating Exchange Rates Working / M. Friedman. – Washington: American Enterprise Institute, 1973. – №8. – P. 5.
- 22 Frenkel J. A. A monetary approach to the exchange rate: doctrinal aspects and empirical evidence // *Scandinavian Journal of Economics*, 1976. – vol. 78, №2. – P.200–224.
- 23 Johnson H. G. On Economics and Society / London: Macmillan & Co, 1975. – 363 p.
- 24 Fleming J.M. Domestic Financial Policies under Fixed and under Floating Exchange Rates // *IMF Staff Papers* 9, 1962. – p. 369–379.
- 25 Mundell R. Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates / R. Mundell // *Canadian Journal of Economics*, 1963. – № 29. –P. 475–485.
- 26 Mundell R. Uncommon Arguments for Common Currencies . The Economics of Common Currencies. Proc. Of the Madrid conference on optimum currency areas. / London: Allen and Unwin, 1973. – P. 114 –132.
- 27 Миклашевская Н. А., Холопов А.В. Международная экономика. / М.: Дело и сервис, 2004. – 352 с.
- 28 Тинберген Я. Предложения по поводу международной экономической политики // *Вехи экономической мысли*, 2006. – Т. 6. – С. 475-487.
- 29 Красавина Л. Н. Тенденции и перспективы реформы мировой валютной системы // *Век глобализации*. – 2011. – №. 1. – С. 29-43.
- 30 Официальный сайт МВФ. Специальные права заимствования. URL: <https://www.imf.org/ru/About/Factsheets/Sheets/2016/08/01/14/51/Special-Drawing-Right-SDR>
- 31 Triffin R. Gold and the dollar crisis: the future of convertibility / New Haven: Yale University Press, 1983. – 181 p.
- 32 Swoboda A. Vehicle currencies and the foreign exchange market: the case of the dollar. In: Aliber R. (ed). *The International Market for Foreign Exchange* / New York: Praeger, 1969. –P. 30–40.
- 33 Хайек Ф.А. Частные деньги / М.: Институт национальной модели экономики, 1996. – 240 с.
- 34 Roosa R. Some Questions Remaining. In: *Reflections on Jamaica / Essays in International Finance* №2 (115). – Princeton University, 1976. – P. 43–44.
- 35 Dornbusch R. Expectations and exchange rate dynamics // *Journal of political Economy*, 1976. – Т. 84. – №. 6. – P. 1161-1176.
- 36 Панилов М. А. Развитие теорий валютного курса и эволюция принципов его моделирования // *Аудит и финансовый анализ*, 2009. – №. 4. – С. 261-284.
- 37 Cootner P. The random character of stock market prices / Cambridge: Massachuses. MIT Press, 1964. – 140 p.

- 38 Meese R. Empirical exchange rate models of the seventies: do they fit out of sample / R. Meese, K. Rogoff // Journal of International Economics, 1983. – № 14. – P.3–24.
- 39 Кондратов Д. Актуальные подходы к реформированию мировой валютной системы // Общество и экономика, 2016. – №. 2. – С. 5-46.
- 40 Официальный состав ЗВР. Официальный сайт МВФ. URL: data.imf.org/regular.aspx?key=41175
- 41 Официальный сайт КНОЕМА. США. URL: <https://knoema.ru/atlas/Соединенные-Штаты-Америки>
- 42 Кондратов Д. И. Современная мировая валютная система и перспективы её трансформации // Вестник Российской академии наук, 2017. – Т. 87. – №. 7. – С. 613-621.
- 43 Лузгина А. Валютная интеграция: европейский аспект // Банковский вестник, 2015. – №. 4. – С. 36-41.
- 44 Соколов Б. И., Суюянь Ц. Интернационализация юаня: плюсы, минусы, последствия // Проблемы современной экономики, 2017. – №. 3 (63).
- 45 Валютный оборот в апреле 2019 года. Официальный сайт Банка международных расчетов. URL: https://www.bis.org/statistics/rpfx19_fx.htm
- 46 Kharlamov R., Flassbeck H. Understanding Commodity Financialization 2019г. URL: https://steelhedge.com/content/uploads/Commodities_financialization_full.pdf
- 47 Официальный сайт RMB Tracker. URL: <https://www.swift.com/our-solutions/compliance-and-shared-services/business-intelligence/renminbi/rmb-tracker/document-centre>
- 48 Наумова Т. С., Попова Т. Н. Доллар США – ключевая валюта мировой финансовой системы // Общество: политика, экономика, право. – 2017. – №. 5. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/dollar-ssha-klyuchevaya-valyuta-mirovoy-finansovoy-sistemy>
- 49 Кузнецова В. В. Мировая валютная система: проблемы и пути реформирования // Мир новой экономики. – 2016. – №. 3. – с.38-47
- 50 Ослабление глобальной экспансии 2019. Официальный сайт МВФ. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2019/01/11/weo-update-january-2019>
- 51 Отчет о финансовой стабильности в мире 2013. Официальный сайт МВФ. URL: <https://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2013/02/>
- 52 Чигарев В. Н. Глобальный финансовый кризис и неолиберальные идеи: проблема поиска идеологических концептов // Вестник МНЭПУ. – 2015. – Т. 7. – С. 213-220.
- 53 Исследование всемирного банка: перспективы мировой экономики на 2010 год. URL: <https://gtmarket.ru/news/state/2010/02/08/2519>
- 54 Официальный сайт ВТО. WTO Press Release. 2010. 26 March. URL: https://www.wto.org/english/news_e/pres10_e/pr598_e.pdf

- 55 Официальный сайт МОТ. ILO Press Release. 2010. 26 January URL: https://www.ilo.org/global/about-the-ilo/newsroom/news/WCMS_120465/lang-en/index.htm
- 56 Congleton R. D. On the political economy of the financial crisis and bailout of 2008–2009 //Public Choice. – 2009. – Т. 140. – №. 3-4. – С. 287-317.DOI <https://doi.org/10.1007/s11127-009-9478-z>
- 57 Caruana J. Lessons of the Financial Crisis for Future Regulation of Financial Institutions and Markets and for Liquidity Management //IMF, Washington, DC February. – 2009.
- 58 Akhtar S. International Financial Crisis and its Implications for Latin America and The Caribbean United Nations Economic Commission for Latin American Countries Thirty Fourth Session // UN. – 2012/ URL: <https://www.un.org/en/development/desa/usg/statements/asg/2012/08/international-financial-crisis-and-its-implications-for-latin-america-and-the-caribbean.html>
- 59 World Economic Outlook: Rebalancing Growth, April 2019. // IMF, Washington DC. URL: <https://www.un.org/en/development/desa/usg/statements/asg/2012/08/international-financial-crisis-and-its-implications-for-latin-america-and-the-caribbean.html>
- 60 Хейфец Б. А. Глобальные дисбалансы и реформа мировой валютно-финансовой системы //Деньги и кредит. – 2012. – Т. 7.– с. 48–56
- 61 Статистический профиль ЕС. Официальный сайт ОЭСР. URL: <https://data.oecd.org/>
- 62 World Economic Outlook: Rebalancing Growth, April 2010. // IMF, Washington. URL: <https://www.iif.com/Research/Capital-Flows-and-Debt/Global-Debt-Monitor>
- 63 Global Economic Monitor: A rising tide lifting growth, September 2017. //IIF. URL: <https://www.iif.com/Research/Global-Focus/Global-Economic-Monitor>
- 64 Базы данных ФРС США (URL: <http://www.federalreserve.gov/datadownload/>), Банка Англии (URL: <http://www.bankofengland.co.uk>), Банка Японии (URL: <http://www.boj.or.jp>), Центрального банка ЕС (URL: <http://www.ecb.europa.eu>).
- 65 Елемесов Р.Е., Хамзаева А. В. «Количественное смягчение», как нетрадиционная денежно-кредитная политика. //Вестник КазНУ 2016. – Серия экономическая. – №3 (115). – с.53– 61.
- 66 Козлова О.А. Количественное смягчение как нестандартный инструмент денежно-кредитной политики государства// М: Экономика и предпринимательство № 4–2 (69).–2016г. – с. 449–452
- 67 Додонов В.Ю. Монетарная политика ФРС как фактор возникновения глобального финансового кризиса// Проблемы национальной стратегии № 2 (35). –2016.– с. 131–149
- 68 Ратников А. ЕЦБ запустил программу количественного смягчения на €1,1 трлн.// РБК. – 2015, 22 января. – URL: <http://www.rbc.ru/finances/22/01/2015/54c0fd9a9a7947a4affe7c6c>

- 69 Inflation in the euro area URL: https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Inflation_in_the_euro_area
- 70 Сапрыкина В. Ю., Чумакова Н. А., Кормильцина Т. В. Современные тенденции развития мировой валютной системы // Экономика и предпринимательство. – 2017. – №. 5-1. – С. 1215-1218.
- 71 Официальный сайт ЦБ Швеции Riksbank URL: <https://www.riksbank.se/en-gb/monetary-policy/>
- 72 Суходаева Т. С. Конкурентная девальвация как инструмент повышения национальной конкурентоспособности // Современные финансовые отношения: проблемы и перспективы развития. – 2017. – С. 281-285.
- 73 Key ECB interest rates // European Central Bank Website. URL: <https://www.ecb.europa.eu/stats/monetary/rates/html/index.en.html>
- 74 Ainger J. Bond world is backing away from all that negativity as 2019 ends. // Bloomberg. URL: <https://www.bloomberg.com/graphics/negative-yield-bonds/>
- 75 Bush O., Farrant K. Wright M. Reform of the international monetary and financial system // Bank of England Financial Stability Paper. – 2011. – №. 13. – P. 11 – 23.
- 76 Лашко С. И., Сапрыкина В. Ю., Кормильцина Т. В. Перспективы дальнейшего реформирования мировой валютной системы // Экономика и предпринимательство. – 2017. – №. 4-2. – С. 144-147.
- 77 Кондратов Д. Современная мировая валютная система и перспективы её развития // Общество и экономика. – М.2014. – № 11. – с.9 – 44
- 78 Назарбаев Н.А. Выступление Президента Республики Казахстан Н.Назарбаева на Общих дебатах 70-й сессии Генассамблеи ООН. 29 сентября 2015. URL: http://www.akorda.kz/ru/speeches/external_political_affairs/ext_speeches_and_addresses/vystuplenie-prezidenta-respubliki-kazahstan-nnazarbaeva-na-obshchih-debatah-70-i-sessii-genassamblei-oon
- 79 Еспаев С.С. Глобальный финансово-экономический кризис: причины, особенности и новая архитектоника // А: Научное издание, 2013. – 383с.
- 80 Глазьев С. Ю. и др. О реформировании глобальной валютно-финансовой системы и стимулировании экономического роста // Деньги и кредит. – 2012. – №. 7. – С. 43-47.
- 81 Smaghi L. B. The reform of the international monetary system // European Central Bank. – 2011. URL: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2011/html/sp111216.en.html>
- 82 Eichengreen B. The Dollar Dilemma-The World's Top Currency Faces Competition // Foreign Aff. – 2009. – Т. 88. – С. 53 -68.
- 83 Xiaochuan Z. Reform the international monetary system // BIS Review. – 2009. – Т. 41. – С. 2009. URL: <http://www.bis.org/review/r090402c.pdf>
- 84 Flor E. The debate about the SDR as a global reserve currency and SDR denominated securities // The Federalist Debate. – 2010. – №. 1. – С. 28-33.

- 85 Gold prices// World gold council. URL: <http://www.gold.org>.
- 86 Reid D. Central bank gold buying hits highest level in half a century// URL: <https://www.cnb.com/2019/01/31/world-gold-council-central-banks-buy-most-gold-since-1967-.html>
- 87 World Gold Council survey of central bank gold reserves 2018// World gold council. URL: <https://www.gold.org/goldhub/data/world-gold-council-survey-central-bank-gold-reserves-2018>
- 88 Хамзаева А. В. Современная мировая валютная система: проблемы и пути реформирования. – Сборник международной научно-практической конференции: Инновационные направления интеграционных процессов в Евразии. – Финансовая академия Министерства финансов РК, 2015. – с. 274 – 283.
- 89 Activities 1940–1944, Shaping the Post–War World: the Clearing Union. In The Collected Writings of John Maynard Keynes. – London: MacMillan, 1980. – Vol. XXV. – P. 42–66.
- 90 Что такое Bitcoin и криптовалюты? URL:<https://bits.media/chto-takoe-bitcoin/>
- 91 Хамзаева А. В. Роль системы Bitcoin в мировой финансовой системе. // Материала международной научно-практической конференции: Инновационная экономика и гуманизация общества: глобальный мир и Казахстан. – Институт экономики МОН РК, 2017.– с.318 – 326.
- 92 Balassa V. The theory of economic integration: An introduction //The European Union. – Palgrave, London, 1994. – pp. 125-137.
- 93 Tsoukalis L. Managing interdependence: the EU in the world economy // international relations and the European Union / Ed. by Hill C., Smith M. – Oxford; N.Y.: Oxford univ. press, 2005. – XXVI, 469 p. – P. 225–246.
- 94 Ломакин В.К. Мировая экономика / М.: ЮНИТИ–ДАНА, 2018. – 671 с.
- 95 Красавина Л. Н. Тенденции развития международных валютных отношений в условиях глобализации мировой экономики //Деньги и кредит. – 2011. – №. 11. – С. 13-21.
- 96 Рыбалкин В. Е. и др. Международные экономические отношения. / М.: ЮНИТИ–ДАНА, 2012. – 647 с.
- 97 Гурова И.П. Мировая экономика. / М.: Омега–Л, 2017. – 400 с.
- 98 Валиуллин Х. Ретроспективный анализ генезиса валютных зон//Вопросы экономики.– 2010. – №11.– с.31–38
- 99 Моисеев С.Р. Валютная интеграция: создание и распад союзов//Деньги и кредит – М.2015. – №10. – с.15–19
- 100 Rose A. K. Currency unions //The New Palgrave Dictionary of Economics: Volume 1–8. – 2008. – P. 1246-1249.
- 101 Либман А., Винокуров Е. Региональные организации: типы и логика развития. – 2016.// Санкт–Петербург: Центр интеграционных исследований Евразийского банка развития. – 2016 –№37.– с.1-88.

- 102 Валютные союзы. URL: <https://www.economicdata.ru/union.php?menu=monetary-unions>
- 103 Rillo A. D. et al. Asean Financial Integration: Opportunities, Risks, And Challenges //Public Policy Review. – 2018. – Т. 14. – №. 5. – С. 901-924.
- 104 Годес Н. В. Применение мирового опыта реализации платежных союзов для выбора оптимального направления евразийской валютно-финансовой интеграции в современных условиях // Вестник полоцкого государственного университета, серия экономические и юридические науки, 2016. –№ 5. – с. 97–108
- 105 Takagi S. Establishing monetary union in the Gulf Cooperation Council: What lessons for regional cooperation? // ADBI Working Paper № 390. – Tokyo: Asian Development Bank Institute, 2012.URL: <http://www.adbi.org/workingpaper/2012/10/19/5268.monetary.union.gulf.cooperation.council/>
- 106 Bonizzi B., Laskaridis C., Toporowski J. Global Liquidity, the Private Sector and Debt Sustainability in Sub-Saharan Africa //Development and Change. – 2019. – № 50. – P. 1430–1454.
- 107 Pattillo C. A., Masson P. R. Monetary Union in West Africa (ECOWAS). – International Monetary Fund, 2001. – №. 204. – 46 p. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/nft/op/204/>
- 108 Lorde T. et al. Should the Caribbean Look to the East? An Assessment of Caribbean Export Potential //The International Trade Journal. – 2020. – Т. 34. – №. 1. – С. 136-150.
- 109 Mundell R.A. Theory of optimum currency areas // American Economic Review. – 1961. – 4 (51), pp. 657–665.
- 110 Blanchard O. J. et al. Regional evolutions //Brookings papers on economic activity. – 1992. – Т. 1992. – №. 1. – С. 1-75.
- 111 Blanchard O., Giavazzi F. Current account deficits in the euro area: the end of the Feldstein-Horioka puzzle? //Brookings papers on economic activity, 2002. – №. 2. – С. 147-209.
- 112 Zemanek H., Belke A., Schnabl G. Current account balances and structural adjustment in the euro area //International Economics and Economic Policy. – 2010. – Т. 7. – №. 1. – С. 83-127.
- 113 Friedman M. The case for flexible exchange rates //Essays in positive economics. – 1953. – Т. 157. – С.157- 203.
- 114 Meade J. E. The case for variable exchange rates. // R. & R. Clark Limited, 1955. – Vol. 27. P. 3–28
- 115 Sohmen E. Flexible Exchange Rates. // Chicago, IL: University of Chicago Press, 1961. – 263 p.
- 116 McKinnon R. I. Optimum currency areas and key currencies: Mundell I versus Mundell II //JCMS: Journal of common market studies. – 2004. – Т. 42. – №. 4. – С. 689-715.

- 117 Kenen P. The theory of optimum currency areas: an eclectic view //Monetary problems of the international economy. – 1969. – T. 45. – №. 3. – C. 41-60.
- 118 Ingram J. C. Comment: The Currency Area Problem // Monetary Problems of the International Economy, 1969. – p. 95–100
- 119 Imbs J. Trade, finance, specialization, and synchronization //Review of Economics and Statistics. – 2004. – T. 86. – №. 3. – C. 723-734.
- 120 Mongelli F. P. et al. European economic and monetary integration, and the optimum currency area theory. – Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN), European Commission, 2008. – №. 302.
- 121 Johnson H. G. The 'problems' approach to international monetary reform //Monetary Problems of the International Economy, The University of Chicago Press, Chicago. – 1969. – C. 393-399.
- 122 Fleming J. M. On exchange rate unification //the economic Journal. – 1971. – T. 81. – №. 323. – C. 467-488.
- 123 Filippeli T. et al. Inflation differentials in EMU: what can we learn from the time series evidence //Economics Bulletin. – 2011. – T. 31. – №. 3. – C. 2541-2548.
- 124 Krugman P. et al. What do we need to know about the international monetary system? // International Economics Section, Departement of Economics Princeton University, 1993. – №. 190.
- 125 Fontagné L., Mayer T., Ottaviano G. I. P. Of markets, products and prices: The effects of the euro on European firms //Intereconomics. – 2009. – T. 44. – №. 3. – C. 149-158.
- 126 Bayoumi T., Eichengreen B. (1997). Ever Closer to Heaven? An Optimum Currency Area Index for European Countries // European Economic Review. P. 761–770.
- 127 Alesina A., Barro R., Tenreyro S. (2002). Optimal Currency Areas // NBER Working Paper. № 9072.
- 128 Bayoumi T., Eichengreen B., Bayoumi T. Shocking Aspects of Monetary Unification //National Bureau of Economic Research, Working Paper № 3949. – 1992.
- 129 Feldstein M. Aspects of global economic intergration: Outlook for the future.//National Bureau of Economic Research, 2000. – №. w7899.
- 130 Rose A. K. One money, one market: the effect of common currencies on trade //Economic policy. – 2000. – T. 15. – №. 30. – C. 08-45.
- 131 Pakko M. R., Wall H. J. Reconsidering the trade-creating effects of a currency union // FRB St. Louis Review 83–5, 2001. – P. 37–45.
- 132 Persson T. Currency unions and trade: how large is the treatment effect? //Economic Policy. – 2001. – T. 16. – №. 33. – C. 434-448.
- 133 Tenreyro S. On The Causes and Consequences of Currency Unions // Department of Economics, Harvard University. – 2001.
- 134 Bun M. J. G., Klaassen F. Has the euro increased trade? // Tinbergen Institute Discussion Paper. – 2002.–108/2.

- 135 Vinhas de Souza L. Trade effects of monetary integration in large, mature economies: a primer on the European Monetary Union. – Kiel Working Paper, 2002. – №. 1137.
- 136 Edwards S., Magendzo I. I. Independent Currency Unions, Growth, and Inflation //Monetary and Economic Studies № 20. – 2002. – P. 215–232.
- 137 Frankel J., Rose A. An estimate of the effect of common currencies on trade and income //The quarterly journal of economics. – 2002. – T. 117. – №. 2. – C. 437-466.
- 138 Kenen P. B. Currency unions and trade: Variations on themes by Rose and Persson //Reserve Bank of New Zealand Discussion Paper No. DP2002/08. – 2002.
- 139 Nitsch V. Honey, I shrunk the currency union effect on trade //The World Economy. – 2002. – T. 25. – №. 4. – C. 457-457.
- 140 Barr D., Breedon F., Miles D. Life on the outside: economic conditions and prospects outside euroland //Economic Policy. – 2003. – T. 18. – №. 37. – C. 573-613.
- 141 De Nardis S., Vicarelli C. Currency unions and trade: The special case of EMU //Review of World Economics. – 2003. – T. 139. – №. 4. – C. 625-649.
- 142 Micco A., Stein E., Ordoñez G. The currency union effect on trade: early evidence from EMU //Economic policy. – 2003. – T. 18. – №. 37. – C. 315-356.
- 143 Faruquee M. H. Measuring the trade effects of EMU. – International Monetary Fund, 2004. – №. 4-154.
- 144 Haber G., Neck R. Shall the new EU members introduce the euro? Some macroeconomic policy effects //Atlantic Economic Journal. – 2005. – T. 33. – №. 2. – C. 139-149.
- 145 Flam H., Nordström H. Trade volume effects of the euro: aggregate and sector estimates //Institute for International Economic Studies. – 2006.
- 146 Mancini-Griffoli T. et al. Is there a Euro effect on trade? An application of end-of-sample structural break tests for panel data //HEI manuscript. – 2006.
- 147 Traistaru-Siedschlag I. Macroeconomic differentials and adjustment in the euro area. – ESRI Working Paper, 2006. – №. 175.
- 148 Barrell R. et al. The impact of EMU on growth and employment. – Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN), European Commission, 2008. – №. 318.
- 149 de Nardis S., De Santis R., Vicarelli C. The Euro's Effects on Trade in a Dynamic Setting //The European Journal of Comparative Economics. – 2008. – T. 5. – №. 1. – C. 73.
- 150 Elu J. U., Price G. N. Regional Euro-Currency Integration And Economic Growth In Sub-Saharan Africa //African Economic Conference (AEC). – C. 12-14.
- 151 Gerlach S. et al. The impact of the euro on international stability and volatility. – Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN), European Commission, 2008. – №. 309.

- 152 McGowan D. Has the Euro Increased Trade? //Paul Sinkevics. – 2001. – Т. 1001. – С. 11.
- 153 Aghion P. et al. Exchange rate volatility and productivity growth: The role of financial development //Journal of monetary economics. – 2009. – Т. 56. – №. 4. – С. 494–513.
- 154 Davis E. P., Pomerantz O. The impact of EMU on real exchange rate volatility of EU countries //National institute economic review. – 2009. – Т. 208. – №. 1. – С. 101–108.
- 155 Berger M. H., Nitsch V. The Euro's Effecton Trade Imbalances. – International Monetary Fund, 2010. – №. 10-226.
- 156 Santana Gallego M. et al. Does a common currency promote countries' growth via trade and tourism? //The World Economy. – 2010. – Т. 33. – №. 12. – С. 1811–1835.
- 157 Праневич А. А., Прокопович В. О. Региональное взаимодействие в валютной сфере: предпосылки, формы, возможности и издержки организации // Экономический вестник университета. Сборник научных трудов ученых и аспирантов. – 2017. – №. 33–1.
- 158 Convergence criteria for joining. European commission. URL: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/euro-area/enlargement-euro-area/convergence-criteria-joining_en
- 159 Eurostat. GDP and main components – Current prices. URL: <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database>; OECD.StatExtracts. Purchasing Power Parities for GDP and related indicators. URL: <http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=CPL#> (дата обращения 19.07.2015).
- 160 Minimum wage statistics. Eurostat. URL: https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Minimum_wage_statistics
- 161 Дементьев Н. П. Конкурентоспособность экономик периферийных стран Еврозоны и их долговые проблемы //Мир экономики и управления. – 2016. – Т. 16. – №. 1.
- 162 Stiglitz J. E. Globalization and its Discontents. – Norton : New York, 2002. – Т. 500.
- 163 Database of the Eurostat. URL: <https://ec.europa.eu/eurostat/data/database>
- 164 Krugman P. Greece as victim //New York Times. – 2012. – Т. 17.
- 165 Bhanot K. et al. News spillovers from the Greek debt crisis: Impact on the Eurozone financial sector //Journal of Banking & Finance. – 2014. – Т. 38. – С. 51-63.
- 166 Колбенева А. М., Мироненко Р. В. Преимущества и недостатки единой валюты: опыт европейской валютной интеграции //Экономика: теория и практика. – 2015. – №. 1. – С. 83–89.
- 167 Cohesion Fund. European Parliament. URL: <https://www.europarl.europa.eu/factsheets/en/sheet/96/cohesion-fund>

- 168 Gross Domestic Product: chained volume measures. U.K. Office for National Statistics. URL: <https://www.ons.gov.uk/economy/grossdomesticproductgdp/timeseries/abmi/ukea>
- 169 Enderlein H. et al. Completing the Euro: A roadmap towards fiscal union in Europe // Report of the “Tommaso Padoa-Schioppa Group. – 2012.
- 170 Закон Казахской Советской Социалистической Республики от 13 июня 1991 года № 661–XII О валютном регулировании в Казахской ССР
- 171 Закон Республики Казахстан от 13 апреля 1993 года О Национальном Банке Республики Казахстан
- 172 Закон Республики Казахстан от 14 апреля 1993 года О валютном регулировании
- 173 Ондасынова А. И. Динамика розничных цен и процессы инфляции в Республике Казахстан // *Reforma*. – Т. 3. – 2001г. – №. 11. – С. 85–88.
- 174 Указ Президента Республики Казахстан от 12 ноября 1993 года № 1399 О введении национальной валюты Республики Казахстан
- 175 Осадчая И. М. Финансы. Толковый словарь // М.: «ИНФРА-М». Издательство «Весь Мир. – 2010.
- 176 Нурсеит Н. А. Обеспечение устойчивости национальной валюты: Теория и практика валютной политики // Алматы.: Доуір. – 2004.
- 177 Указ Президента Республики Казахстан от 27 декабря 1993 года № 1483 О неотложных мерах по формированию валютных резервов государства и упорядочению валютных расходов
- 178 Указ Президента Республики Казахстан от 31 декабря 1993 г. № 1484 О неотложных мерах по развитию валютного рынка в Республике Казахстан
- 179 Закон РК от 27 декабря 1994 г. № 266–XIII Об иностранных инвестициях
- 180 Закон Республики Казахстан от 30 марта 1995 года № 2155 «О Национальном Банке Республики Казахстан»
- 181 http://www.nationalbank.kz/cont/publish735005_1510.pdf
- 182 Selected Decisions and Selected Documents of the IMF, Fortieth Issue – Articles VIII and XIV//International monetary Fund [https://www.imf.org/external/SelectedDecisions/Description.aspx?decision=1034–\(60/27\)](https://www.imf.org/external/SelectedDecisions/Description.aspx?decision=1034-(60/27))
- 183 Закон Республики Казахстан от 24 декабря 1996 года № 54–I О валютном регулировании
- 184 Международные резервы и активы Национального фонда РК // НБРК. <https://nationalbank.kz/?docid=285&switch=russian>
- 185 Развитие системы валютного регулирования и контроля в РК // НБРК. http://www.nationalbank.kz/cont/publish174666_1515.pdf
- 186 Постановление Правления Национального Банка Республики Казахстан Об утверждении правил лицензирования операций, связанных с использованием валютных ценностей от 25 июля 2003 года N 257.

- 187 Постановление Правительства Республики Казахстан от 29 января 2003 №103 «Об утверждении Программы либерализации валютного режима в Республике Казахстан на 2003–2004 годы»
- 188 Постановление Правительства Республики Казахстан от 25.06.2004г. №705 «Об утверждении Программы либерализации валютного режима в Республике Казахстан на 2005–2007 годы»
- 189 Закон РК «О валютном регулировании и валютном контроле» от 13 июня 2005 года №57–III
- 190 Кабетенова В.Г., Сманов Е.К. Обзор эволюции политики валютного регулирования в период с 1991 по 2012 годы // Экономическое обозрение Национального Банка Республики Казахстан – 2013 – №3, [URL:]: http://www.nationalbank.kz/cont/publish549547_23530.pdf
- 191 Закон Республики Казахстан от 2 июля 2018 года № 167–VI «О валютном регулировании и валютном контроле»
- 192 Официальные курсы иностранных валют в среднем за период Официальный интернет–ресурс Национального банка Республики Казахстан, URL:<https://nationalbank.kz/?docid=763&switch=russian&showall>
- 193 Среднегодовая цена нефти ОПЕК с 1960 по 2019 годы <https://www.statista.com/statistics/262858/change-in-opec-crude-oil-prices-since-1960/>
- 194 Динамика основных социально-экономических показателей РК // МНЭ РК, Комитет по статистике <https://stat.gov.kz/official/dynamic>
- 195 Мировой атлас данных КНОЕМА. <https://knoema.ru/atlas/%D0%9A%D0%B0%D0%B7%D0%B0%D1%85%D1%81%D1%82%D0%B0%D0%BD/topics/%D0%92%D0%BD%D0%B5%D1%88%D0%BD%D1%8F%D1%8F-%D1%82%D0%BE%D1%80%D0%B3%D0%BE%D0%B2%D0%BB%D1%8F>
- 196 Данные по платежному балансу Республики Казахстан // НБРК <https://nationalbank.kz/?docid=343&switch=russian>
- 197 Об обменном курсе национальной валюты // Пресс – релиз НБРК, 4.03.2009. – №3 http://www.nationalbank.kz/cont/publish818566_5108.pdf
- 198 Индексы реальных обменных курсов тенге к отдельным валютам // НБРК <https://nationalbank.kz/?docid=435&switch=russian>
- 199 Годовой отчет НБРК за 2013 год http://www.nationalbank.kz/cont/publish141533_24483.pdf
- 200 Годовой отчет НБРК за 2014 год http://www.nationalbank.kz/cont/publish122943_28458.pdf
- 201 Ежемесячные данные по интервенциям НБРК на внутреннем валютном рынке <https://www.nationalbank.kz/document/?docid=6548&switch=rus>
- 202 Khamzayeva A. V., Elemesov R. E., Myrzakhmetova A.M. The impact of international currency relations on the monetary policy of Kazakhstan. // 3rd International multidisciplinary scientific conference on social sciences and arts SGEM, 2016. – Political sciences, law, finance, economics and tourism. – vol. 1. – pp. 637 – 644.

- 203 Базовая ставка НБРК за 2015–2019 гг.
https://online.zakon.kz/document/?doc_id=36378707#pos=28;-52
- 204 Осипов. И. Дедолларизация экономики Казахстана // Экономическое обозрение Национального Банка РК, №4, 2016. – с. 35–41
- 205 Елемесов Р.Е., Хамзаева А. В. Теоретические и практические аспекты взаимосвязи платежного баланса и валютного курса. // Вестник КазНУ 2017. – №1 (119). – с.53– 61.
- 206 Khamzayeva A. V., Elemesov R. E., Myrzakhmetova A.M. Peculiarities of the monetary policy of countries with a resource-based economy. // Espacios, 2017. – vol. 38 (52). – pp. 29 – 40.
- 207 Договор о Евразийском экономическом союзе № 240–V (г. Астана, 29 мая 2014 года) (с изменением от 15.03.2018 г.)
https://online.zakon.kz/document/?doc_id=31565247
- 208 Чуфрин Г. И. Евразийский экономический союз – первые результаты и перспективы // Россия и новые государства Евразии. – 2016. – №. 1. – С. 9–17.
- 209 Кыргызстан предложил ввести единую валюту в ЕАЭС
<https://news.tut.by/politics/491742.html>
- 210 Евразийский экономический союз в цифрах: краткий статистический сборник; Евразийская экономическая комиссия. – Москва: 2019. – 199 с. http://www.eurasiancommission.org/ru/act/integr_i_makroec/dep_stat/econstat/Documents/Brief_Statistics_Yearbook_2019.pdf
- 211 Евразийская экономическая комиссия. Аналитический обзор 25 октября 2017 г.
http://www.eurasiancommission.org/ru/act/integr_i_makroec/dep_stat/tradestat/analytics/Documents/2017/Analytics_I_201708.pdf
- 212 Евразийская экономическая комиссия. Платежи за экспорт и импорт товаров и услуг.
http://www.eurasiancommission.org/ru/act/integr_i_makroec/dep_stat/fin_stat/time_series/Pages/transfers.aspx
- 213 Идут ли страны ЕАЭС к макроэкономической конвергенции?
<https://eadaily.com/ru/news/2019/09/12/idut-li-strany-eaes-k-makroekonomicheskoy-konvergencii>
- 214 Национальные валюты во взаиморасчетах в рамках ЕАЭС: препятствия и перспективы. // СПб.: Центр интеграционных исследований ЕАБР, 2018. – 76 с <https://eabr.org/analytics/integration-research/cii-reports/>
- 215 Красавина Л. Н. О повышении роли валютных факторов в формировании устойчивых конкурентных преимуществ стран ЕАЭС // Деньги и кредит. – 2017. – №. 11. – С. 14–20.
- 216 Евразийская экономическая комиссия. Индексы реального эффективного обменного курса национальной валюты
http://www.eurasiancommission.org/ru/act/integr_i_makroec/dep_stat/fin_stat/time_series/Pages/monetary.aspx

217 Финансовая статистика Евразийского экономического союза. Оперативные данные за 2018 год. Статистический сборник; Евразийская экономическая комиссия. – Москва: 2019. – 126 с. http://www.eurasiancommission.org/ru/act/integr_i_makroec/dep_stat/fin_stat/statistical_publications/Documents/finstat/finstat_2018.pdf

218 Финансовая статистика Евразийского экономического союза. Оперативные данные за 2017 год. Статистический сборник; Евразийская экономическая комиссия. – Москва: 2018. – 124 с. http://www.eurasiancommission.org/ru/act/integr_i_makroec/dep_stat/fin_stat/statistical_publications/Documents/finstat/finstat_2017.pdf

219 Khamzayeva A. V., Zmiyak S.S., Bukina N. O. Prospects for monetary integration in the Eurasian economic union. // The journal. – Economic research and business administration. – Al –Farabi KazNU, 2019. – №1(127). – p. 116-130.

220 Кабзиманян М. Г. Проблемы и перспективы валютного регулирования в условиях ЕАЭС //Известия Санкт-Петербургского государственного экономического университета. – 2017. – №. 5 (107).

221 Котляров Н. Н., Алексеев П. В. Оценка перспектив евразийской валютноэкономической интеграции //Деньги и кредит. – 2014. – №. 6. – С. 24-30.

222 Кнобель А. Ю., Миронов А. К. Оценка готовности стран СНГ к созданию валютного союза //Журнал Новой экономической ассоциации. – 2015. – №. 1. – С. 76-101.

223 Щеголева Н. Г., Терентьева О. И. Валютная интеграция в ЕАЭС: тестирование на соответствие критериям оптимальной валютной зоны //Вестник Академии. – 2017. – №. 3. – С. 17-23.

224 Сайлаубеков Н.Т., Бекишева А.Ш., Дильдебаева Ж.Т. Эмпирический анализ теории оптимальных валютных зон для стран ЕАЭС // Вестник КазНУ.- №2/1(108).- Алматы, 2015.- С.112-119.

225 Хамзаева А. В. Валютный союз, как завершающая стадия экономической интеграции в рамках ЕАЭС // Сборник трудов международной научной конференции молодых ученых «Устойчивое развитие и «зеленая экономика» в РК: состояние и перспективы». – Нур-Султан: ЕНУ им. Гумилева, 2015. – с.45 – 49.