

**А. Н. ВОЙТЕХОВИЧ**

## **ОСОБЕННОСТИ ОБЕСПЕЧЕНИЯ ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ ВАЛЮТНОГО СОЮЗА В ЕВРОПЕЙСКОМ СОЮЗЕ**

В статье изложены особенности реализации валютного союза в ЕС, имевшие значение для обеспечения финансовой стабильности. Выделены факторы, способствовавшие и препятствовавшие обеспечению финансовой стабильности в еврозоне. Обоснован вывод о том, что особенности построения валютного союза обусловили уязвимость еврозоны перед финансовыми кризисами, не позволяют своевременно предотвратить развитие финансового кризиса и усугубляют тяжесть его последствий.

**Ключевые слова:** валютная интеграция; еврозона; финансовая стабильность.

**УДК 339.7**

Развитие экономической интеграции на постсоветском пространстве актуализирует вопрос оценки целесообразности создания валютного союза в рамках Евразийского экономического союза (ЕАЭС). Это определяет необходимость детального изучения всех возможных последствий валютной интеграции, включая ее влияние на финансовую стабильность в экономиках, участвующих в валютном союзе [1, 26]. В связи с этим представляется целесообразным рассмотреть опыт обеспечения финансовой стабильности валютного союза в Европейском союзе (ЕС), получившем распространённое наименование «еврозона». Целью данной статьи является выявление факторов, способствовавших и препятствовавших обеспечению финансовой стабильности валютного союза в ЕС и обусловленных особенностями реализации данного валютного союза.

Релевантность опыта обеспечения финансовой стабильности в валютном союзе в ЕС для валютной интеграции в ЕАЭС определяется следующими обстоятельствами.

Во-первых, в настоящее время еврозона является единственным в мировой экономике примером полноценной реализации валютного союза [2, 282]. Это выражается в том, что органы денежно-кредитного регулирования еврозоны не только эмитируют единую денежную единицу (евро), но и осуществляют независимую денежно-кредитную политику, а курс евро определяется в режиме свободного плавания.

Во-вторых, в ходе реализации денежно-кредитной политики центральные банки государств ЕАЭС, включая Национальный банк Республики Беларусь, во многом применяют опыт Европейского центрального банка (ЕЦБ), который считается передовым в данной области. В частности, это находит отражение в применении сходной системы инструментов регулирования ликвидности, сходной формулировке целей денежно-кредитной политики и др. Кроме того, сходство проявляется в архитектуре финансовых систем, поскольку в процессах финансового посредничества в государствах ЕАЭС доминирует банковский сектор (европейская модель), а не финансовые рынки (американская модель). Это позволяет утверждать, что опыт построения валютного союза в ЕС будет применен при разработке принципов реализации валютного союза в ЕАЭС.

---

*Александр Николаевич ВОЙТЕХОВИЧ (avaitsiakhovich@yahoo.com), аспирант кафедры мировой экономики Белорусского государственного экономического университета (г. Минск, Беларусь).*

Создание валютного союза в ЕС стало результатом многолетних попыток государств Европы обеспечить стабильность курсов их национальных валют друг относительно друга. Валютный кризис 1992 г. продемонстрировал недостаточную надежность Европейской валютной системы (ЕВС), в связи с чем данный кризис послужил стимулом к созданию валютного союза в Европе [3, 471]. Создание единой валюты представлялось закономерным по ряду причин. Во-первых, предполагалось, что упразднение национальных валют позволит исключить саму возможность паники на финансовых рынках, обусловленных международной мобильностью капитала, наподобие произошедшей в 1992 г. Во-вторых, ожидалось, что передача полномочий по реализации общей денежно-кредитной политики общему центральному банку предоставит каждому из государств, участвующих в валютном союзе, возможность оказывать влияние на разработку и реализацию общей денежно-кредитной политики, не ставя их в зависимость от политики, реализуемой одним из центральных банков [3, 310].

Принципы реализации валютного союза в ЕС были детально проработаны в Договоре о Европейском союзе (так называемый Маастрихтский договор), заключенном государствами Европейских сообществ в 1992 г. В соответствии с Маастрихтским договором 1 января 1999 г. были безвозвратно зафиксированы курсы валют государств, вступивших в еврозону, к единой валюте (евро). Единая валюта была введена в безналичное обращение в 1999 г., а в наличное обращение — в 2001 г.

К особенностям реализации валютного союза ЕС, имеющим значение для обеспечения финансовой стабильности в еврозоне, представляется правомерным отнести следующие.

**Особенность 1. Проведение общей денежно-кредитной политики, одинаковой для каждой из экономик еврозоны.** Принципы построения валютного союза в ЕС предполагают проведение общей денежно-кредитной политики, одинаковой для каждой из экономик еврозоны. Данный подход нашел выражение в популярном лозунге: «Один евро должен стоить одинаково во всем валютном союзе» [4, 5]. Проведение общей денежно-кредитной политики обеспечивается соблюдением определенных принципов.

Во-первых, централизация принятия решений по реализации денежно-кредитной политики. Несмотря на децентрализованный характер проведения эмиссионных операций Евросистемой, принятие всех существенных решений, касающихся реализации общей денежно-кредитной политики, в частности объема денежной эмиссии, фактически централизовано в ЕЦБ.

Во-вторых, установление одинакового размера процентных ставок по операциям с Евросистемой для каждой из экономик еврозоны.

В-третьих, распределение доходов от сеньоража, а также рисков по операциям Евросистемы между всеми членами валютного союза. Это обеспечивается благодаря тому, что прибыль всех центральных банков, входящих в Евросистему, полученная в результате проведения операций в ходе реализации общей денежно-кредитной политики, в конце каждого финансового года подлежит распределению между ними пропорционально их доле в капитале ЕЦБ [5, ст. 32].

Проведение общей денежно-кредитной политики представляется обособленным исходя из положений так называемой трилеммы международных финансов, согласно которой реализация независимой денежно-кредитной политики в условиях валютного союза представляется недостижимой целью, поскольку участие в валютном союзе аналогично применению режима абсолютно фиксированного валютного курса, в то время как участие в интеграционном объединении столь высокого уровня предполагает снятие любых ограничений на международные операции с капиталом [6, 1].

**Особенность 2. Обеспечение полной независимости органов денежно-кредитного регулирования, единственной целью деятельности которых установлено обеспечение ценовой стабильности.** Общеизвестно, для того, чтобы центральный банк был способен обеспечивать достижение целей денежно-кредитной политики, он должен быть независимым от любых других государственных органов. Договор о ЕС уже в первоначальной версии, подписанной в 1992 г., в явном виде запрещал любое вмешательство государственных органов или органов ЕС в деятельность Евросистемы [7, ст. 108]. При этом перед Евросистемой была поставлена единственная и однозначно определенная цель денежно-кредитной политики, заключающаяся в обеспечении низких темпов инфляции в еврозоне [7, ст. 105].

Однако данный подход к реализации денежно-кредитной политики имеет смешанные последствия с точки зрения обеспечения финансовой стабильности. С одной стороны, независимость органов денежно-кредитного регулирования и закрепление четкой цели по обеспечению ценовой стабильности позволяет обеспечить то, что Евросистема воздержится от осуществления избыточной денежной эмиссии в целях стимулирования экономического роста, что, несомненно, содействует обеспечению финансовой стабильности в еврозоне. С другой стороны, подход, реализованный в еврозоне, характеризуется также рядом недостатков.

Во-первых, при разработке и реализации денежно-кредитной политики в еврозоне не принимаются во внимание различия в уровнях инфляции в отдельных экономиках еврозоны, поскольку единственным показателем, в котором заинтересована Евросистема при принятии решений, является гармонизированный индекс потребительских цен, рассчитываемый для еврозоны в целом. Данный показатель определяется как взвешенное значение с учетом размера экономик, участвующих в валютном союзе, вследствие чего фактически общая денежно-кредитная политика реализуется в интересах небольшой группы крупных экономик еврозоны (к которым относятся в первую очередь Германия, Франция и Италия). Вследствие этого общая денежно-кредитная политика может оказаться проциклической для отдельных экономик еврозоны, что создает условия для развития финансовой нестабильности.

Во-вторых, цели общей денежно-кредитной политики в еврозоне не предусматривают ответственности Евросистемы за обеспечение финансовой стабильности. Однако задачи по обеспечению ценовой и финансовой стабильности могут вступить в противоречие друг с другом при появлении признаков развития финансового кризиса [8, 6]. Предотвращение дальнейшего развития финансового кризиса потребует от центрального банка осуществления денежной эмиссии, что может вызывать опасения об ускорении инфляции, в связи с чем данные действия могут показаться центральному банку неприемлемыми. Будучи заинтересованной исключительно в обеспечении ценовой стабильности, Евросистема фактически неспособна противодействовать финансовым кризисам, ее возможности по обеспечению финансовой стабильности существенно ограничены.

**Особенность 3. Установление условий членства в валютном союзе, заключающихся в достижении государством низкого уровня инфляции, сходного с наблюдаемым в других экономиках валютного союза, а также поддержании его в долгосрочном периоде.** Для того чтобы вступить в еврозону, государство, являющееся членом ЕС, как известно, должно выполнить ряд критериев, закрепленных в Маастрихтском договоре и известных как «Маастрихтские критерии». Они включают в себя достижение низких уровней инфляции и долгосрочной номинальной процентной ставки, участие в Европейском механизме валютных курсов (ERM) и поддержание низких уровней дефицита государственного бюджета и государственного долга.

Все Маастрихтские критерии направлены на то, чтобы в валютный союз вошли только экономики, характеризующиеся низким уровнем инфляции как в краткосрочном, так и в долгосрочном периоде. Они были предназначены для

того, чтобы провести оценку способности экономики успешно функционировать в условиях низкого уровня инфляции и без получения внешней финансовой помощи, что может быть охарактеризовано как принятие государством «культуры ценовой стабильности» [3, 490]. Благодаря этому Маастрихтские критерии должны были предотвратить возможность ситуации, в которой общему центральному банку валютного союза пришлось бы реализовывать мягкую денежно-кредитную политику в интересах отдельных членов валютного союза.

**Особенность 4. Сохранение независимости государств, участвующих в валютном союзе, в реализации бюджетно-налоговой политики, при одновременном ограничении возможности смягчения ее в отсутствие неблагоприятных экономических обстоятельств.** Принципы построения валютного союза в ЕС предполагали, что государства, входящие в еврозону, несмотря на полную централизацию их денежно-кредитной и валютной политики, сохраняют независимость при реализации бюджетно-налоговой политики. В то же время на реализацию бюджетно-налоговой политики государствами, участвующими в валютном союзе, налагаются ограничения, которые в явной форме были заложены еще в Договоре о ЕС, а впоследствии были конкретизированы и дополнены в Пакте стабильности и роста (ПСР), подписанном в 1997 г. Требованиями ПСР была предусмотрена процедура избыточного дефицита (ПИД), которой подвергается государство в случае, если решением Совета по экономическим и финансовым вопросам (ЕСОФИН) его бюджетный дефицит признан избыточным и оно не выполняет данные им рекомендации [3, 536].

Необходимость координации бюджетно-налоговой политики в валютном союзе объясняется тем, что ввиду высокой степени интегрированности экономик проведение излишне мягкой бюджетно-налоговой политики одним государством может повлечь негативные внешние эффекты с точки зрения обеспечения финансовой стабильности для других членов валютного союза.

Во-первых, мягкая бюджетно-налоговая политика содействует ускорению темпов инфляции, причем инфляционное давление может распространиться на другие экономики валютного союза преимущественно через канал внешней торговли.

Во-вторых, увеличение процентных ставок по государственным облигациям в условиях интегрированных финансовых рынков сокращает возможности других членов валютного союза по привлечению заемного капитала и увеличивает долговую нагрузку на их государственный бюджет.

В-третьих, укрепление единой валюты вследствие привлечения иностранного капитала может повлечь негативные последствия в виде снижения конкурентоспособности и замедления экономического роста.

В-четвертых, повышается риск развития бюджетных кризисов в результате несоответствия темпов роста государственного долга долгосрочным темпам экономического роста, причем вследствие действия эффекта «заражения» возникает риск дефолта даже в тех государствах, которые следовали более сбалансированной бюджетно-налоговой политике [3, 527].

В связи с этим координация бюджетно-налоговой политики, реализованная в еврозоне, представляется оправданной с точки зрения обеспечения финансовой стабильности в валютном союзе. Пакт стабильности и роста являлся ключевым компонентом по обеспечению финансовой стабильности в еврозоне. Поскольку в условиях валютного союза государства сохраняют возможность независимого использования инструментов бюджетно-налоговой политики, именно ПСР позволял обеспечить соблюдение государствами фискальных критериев не только на момент вступления в валютный союз, но и впоследствии в условиях членства в нем [3, 541].

**Особенность 5. Обеспечение глубокой интеграции финансовых рынков в пределах еврозоны в сочетании со снятием любых ограничений на меж-**

**дународное движение капитала.** Снятие ограничений на движение капитала в пределах Европейского сообщества было предусмотрено еще Единым европейским актом 1986 г. и закреплено Директивой Совета Европейского сообщества № 88/361, принятой в 1988 г., т. е. задолго до создания валютного союза в ЕС [9]. В то же время создание валютного союза непосредственно стало дополнительным стимулом повышения мобильности капитала в еврозоне. Это объясняется тем, что следствием введения единой валюты является исключение валютного риска при международном движении капитала. Кроме того, в еврозоне снятие ограничений было дополнено созданием специальной финансовой инфраструктуры, включающей в себя создание общей платежной системы TARGET и единого межбанковского рынка [3, 499].

Обеспечение глубокой интеграции финансовых рынков представлялось целесообразным для проведения общей денежно-кредитной политики по ряду причин. Во-первых, повышение эффективности трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. Во-вторых, минимизация потребности во вмешательстве органов денежно-кредитного регулирования в процессы распределения ликвидности в пределах валютного союза.

Тем не менее глубокую интеграцию финансовых рынков, обеспеченную в еврозоне, нельзя считать полноценной заменой государственному регулированию ликвидности. Это связано с тем, что эффективное распределение ликвидности на основе рыночных механизмов возможно только в условиях нормального (некризисного) функционирования финансовой системы. Закономерности функционирования финансовых рынков кардинально меняются при появлении признаков финансового кризиса: инвесторы избегают активов, ставших высокорисковыми, чем усугубляют развитие финансового кризиса. Отдельные рынки, сегменты рынков либо эмитенты могут потерять доступ к ликвидности. В условиях же валютного союза это означает, что целые национальные экономики могут потерять доступ к ликвидности [4, 17]. В свою очередь дефицит ликвидности может обусловить развитие полноценного финансового кризиса.

Обеспечение финансовой стабильности в валютном союзе требует того, чтобы на рынке присутствовали инвесторы, которые при появлении признаков финансового кризиса будут осуществлять вложения в заведомо высокорисковые активы, т. е. во многом вопреки экономической логике. Очевидно, что роль такого инвестора может выполнять только государство в лице центрального банка при исполнении им функции кредитора последней инстанции.

**Особенность 6. Неограниченное накопление требований и обязательств центральных банков, сформировавшихся в результате международных потоков ликвидности и не подлежащих обязательному погашению.** В еврозоне была внедрена уникальная система учета требований и обязательств, формирующихся в результате потоков ликвидности между экономиками валютного союза, — остатков на счетах в платежной системе TARGET (усовершенствованной в 2007 г. и получившей наименование TARGET2). Оттоки ликвидности из экономики приводят к отражению обязательства национального центрального банка перед ЕЦБ в составе его пассивов, а притоки ликвидности отражаются как требования центрального банка к ЕЦБ в составе его активов [4, 8]. Остатки в системе TARGET могут накапливаться неограниченно, и центральные банки, участвующие в Евросистеме, не обязаны погашать свои обязательства перед ЕЦБ золотом, иностранной валютой, требованиями к коммерческим банкам или иными активами [4, 24]. Данное условие позволяет сделать накопление остатков в системе TARGET важным элементом системы обеспечения финансовой стабильности в еврозоне.

В еврозоне каждый из национальных центральных банков, столкнувшись с оттоками ликвидности, обусловленными дефицитами платежного баланса,

может восполнить дефицит ликвидности в евро, вызванный внешнеэкономическим неравновесием, осуществив денежную эмиссию в пределах, одобренных ЕЦБ. Тем самым эмиссия единой валюты фактически обеспечивает финансирование дефицитов платежных балансов экономик еврозоны [4, 42]. Это позволяет поддерживать необходимый уровень доверия к финансовым системам экономик, участвующих в валютном союзе, благодаря чему снижается риск развития «самореализующихся» финансовых кризисов, проявляющихся в паниках на финансовых рынках, массовом изъятии депозитов из банковской системы и «бегству капитала» из национальной экономики.

Обобщая изложенное, представляется обоснованным сделать утверждение о том, что валютный союз в ЕС был построен на принципах, имевших неоднозначные последствия с точки зрения обеспечения финансовой стабильности. В еврозоне действовали факторы как способствовавшие, так и препятствовавшие обеспечению финансовой стабильности.

К факторам, способствовавшим обеспечению финансовой стабильности, представляется правомерным отнести:

- соблюдение положений теории трилеммы международных финансов — реализация общей денежно-кредитной политики в условиях участия в валютном союзе при абсолютной международной мобильности капитала;
- принятие ряда мер по обеспечению сходных и при этом низких темпов инфляции в экономиках еврозоны, включая: введение Маастрихтских критериев по вступлению в валютный союз, обеспечение политической независимости Евросистемы и применение требований Пакта стабильности и роста;
- обеспечение финансирования дефицитов платежного баланса благодаря неограниченному накоплению требований и обязательств в системе TARGET, что позволяло исключить внешнеэкономическое неравновесие как фактор развития финансовых кризисов.

К факторам, препятствовавшим обеспечению финансовой стабильности, правомерно отнести:

- отсутствие кредитора последней инстанции в экономиках еврозоны, обусловленное как исключением финансовой стабильности из области ответственности Евросистемы, так и ограничением правительств государств, участвующих в валютном союзе, в возможностях смягчения бюджетно-налоговой политики ввиду требований Пакта стабильности и роста;
- пренебрежение интересами малых экономик еврозоны при разработке и реализации общей денежно-кредитной политики;
- отсутствие инструментов регулирования международного движения капитала, которые могли бы применяться в условиях кризисного (дисфункционального) состояния финансовой системы.

Таким образом, фактически при создании валютного союза в ЕС не было предусмотрено никаких макроэкономических инструментов, направленных на обеспечение финансовой стабильности, которые позволили бы ликвидировать финансовый кризис в случае его развития. В результате данные особенности построения еврозоны обусловили уязвимость государств, участвующих в валютном союзе, а также общеевропейских институтов перед финансовыми кризисами, не позволив им в 2008 г. своевременно предотвратить развитие финансового кризиса в еврозоне и усугубив тяжесть его последствий.

### Литература

1. *Ващило, А. А.* Сопряжение экономического пояса шелкового пути и Евразийского экономического союза / А. А. Ващило // Проблемы современного социума глазами молодых исследователей — VIII : материалы VIII Междунар. науч.-практ. конф., Волгоград, 27 апр. 2016 г. / Рос. экон. ун-т им. Г. В. Плеханова, Волгоградский ф-л. — Волгоград, 2016. — С. 25–27.

*Vaschyla, A. A.* Sopryazheniye ekonomicheskogo poyasa shelkovogo puti i Evraziyskogo ekonomicheskogo soyuza [Integration of the Silk Road Economic Belt and the Eurasian Economic Union] / A. A. Vaschyla // Problemy sovremennogo sotsiums glazami molodykh issledovateley – VIII : materialy VIII Mezhdunar. nauch.-prakt. konf., Volgograd, 27 apr. 2016 g. / Ros. ekon. un-t im. G. V. Plekhanova, Volgogradskiy filial. – Volgograd, 2016. – P. 25–27.

2. *Лузгина, А. Н.* Влияние валютной интеграции на формирование денежных потоков национальной экономики / А. Н. Лузгина // Денежные потоки в национальной экономике : пособие для студентов экон. фак. ; под общ. ред. В. И. Тарасова. – Минск : БГУ, 2012. – С. 282–293.

*Luzgina, A. N.* Vliyanie valutnoy integratsii na formirovaniye denezhnykh potokov natsionalnoy ekonomiki [Impact of monetary integration on the monetary flows of the national economy] / A. N. Luzgina // Denezhnye potoki v natsionalnoy ekonomike : posobie dlya studentov ekon. fak. ; pod obsch. red. V. I. Tarasova. – Minsk : BGU, 2012. – P. 282–293.

3. *Baldwin, R.* The Economics of European Integration / R. Baldwin, Ch. Wyplosz. – 3rd ed. – London : McGraw-Hill, 2009. – 596 p.

4. *Cour-Thimann, P.* Target Balances and the Crisis in the Euro Area / P. Cour-Thimann // CESifo Forum. – 2013. – Vol. 53. – P. 5–50.

5. On the Statute of the European System of Central Banks and of the European Central Bank : protocol (N 4) : [adopted on 29.07.1992] // Official Journal of the European Union. – C 202/230. – 21 p.

6. *Obstfeld, M.* The Trilemma in History: Tradeoffs Among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility / M. Obstfeld, J. C. Shambaugh, A. M. Taylor. – Cambridge, MA : NBER, 2004. – 41 p.

7. Treaty on the European Union : [adopted 07.02.1992]. – Luxembourg, 1992. – 253 p.

8. *Каллаур, П. В.* Финансовая стабильность как цель деятельности центрального банка / П. В. Каллаур // Банк. весн. – 2010. – № 1. – С. 5–10.

*Kallaur, P. V.* Financovaya stabilnost kak tsel deyatelnosti tsentralnogo banka [Financial stability as the objective of central bank's activities] / P. V. Kallaur // Bank. vesn. – 2010. – No. 1. – P. 5–10.

9. Council Directive for the implementation of article 67 of the Treaty (88/361/EEC) : [adopted on 24.06.1988] // Official Journal of the European Communities. – L 178/5. – 14 p.

---

## ALEXANDER VAITSIAKHOVICH

---

### *PECULIARITIES OF ENSURING FINANCIAL STABILITY OF THE MONETARY UNION IN THE EUROPEAN UNION*

---

**Author affiliation.** *Alexander VAITSIAKHOVICH* (avaitsiakhovich@yahoo.com), *Belarusian State Economic University (Minsk, Belarus).*

**Abstract.** This article reviews the specific features of the implementation of the monetary union in the EU, relevant to ensure financial stability. The author identifies the factors contributing to financial stability in the Eurozone and those impeding it. The conclusion is substantiated that the peculiarities of the monetary union design made the Eurozone vulnerable to financial crises, failed to prevent in due time the development of the recent financial crisis, and aggravated its consequences.

**Keywords:** currency integration; Eurozone; financial stability.

**UDC** 339.7

---

*Статья поступила  
в редакцию 04.07. 2018 г.*