

УДК 339.7

КОНЦЕПТУАЛЬНЫЙ ПОДХОД К ОБЕСПЕЧЕНИЮ ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ В ВАЛЮТНЫХ СОЮЗАХ

Войтехович Александр Николаевич, ассистент

Белорусский государственный экономический университет

Alexander Vaitsiakhovich, Assistant Lecturer

Belarusian State Economic University, avaitsiakhovich@yahoo.com

Аннотация. В статье выделены проблемы обеспечения финансовой стабильности, характерные для валютных союзов. Представлены концептуальный подход к обеспечению финансовой стабильности в валютных союзах и рекомендуемые принципы построения валютных союзов с участием Республики Беларусь.

Ключевые слова: валютный союз, финансовая стабильность, финансовый кризис, концептуальный подход.

На евразийском пространстве сохраняется постоянный интерес к вопросам валютной интеграции. Подтверждением этому стало предложение, сделанное в декабре 2018 г. российской стороной на заседании Совета министров Союзного государства Беларуси и России, о необходимости возврата к договоренностям 1999 года, согласно которым Беларусь и Россия несут обязанность ввести единую валюту и создать единый эмиссионный центр в неопределенном будущем [1, ст. 13, 22]. В связи с этим, в настоящий момент ведет свою работу межправительственная рабочая группа по углублению интеграции, проводящая ревизию Договора о создании Союзного государства, а центральные банки Беларуси и России обсуждают возможность введения единой валюты. Результатом этой работы должна стать разработка «дорожной карты» по развитию интеграции. Вследствие этого рассмотрение вопроса о целесообразности создания валютного союза Беларуси и России и разработке оптимальных принципов его построения представляется чрезвычайно актуальным.

Опыт реализации валютных союзов в мировой экономике показал, что создание валютного союза может принести, наряду с рядом уникальных преимуществ для экономического развития государств, ставших его членами, также и негативные последствия, усугубив проблемы обеспечения финансовой стабильности. В частности, опыт функционирования еврозоны показал, что введение единой валюты непосредственно стало неблагоприятным шоком, приведшим к развитию финансового кризиса в 2010–2014 гг. [2, с. 444].

Возможность нарушения финансовой стабильности вследствие вступления государства в валютный союз определяется тем, что создание валютного союза сопровождается более глубокими преобразованиями в финансовых системах государств, вступивших в валютный союз, чем при других формах валютной интеграции. К числу таких преобразований представляется правомерным отнести слияние финансовых рынков отдельных стран, участвующих в валютном союзе, и формирование единого финансо-

вого рынка; расширение сферы использования официальной денежной единицы для обслуживания платежей и расчетов по трансграничным операциям; отсутствие кредитора последней инстанции в национальной экономике. Вследствие этого происходит сближение уровней номинальных процентных ставок в пределах валютного союза и усиливается зависимость национальных банковских систем от притоков капитала из других экономик валютного союза, которые замещают собой денежную эмиссию центрального банка в качестве основного источника ликвидности.

Данные процессы представляют собой угрозу поддержанию финансовой стабильности в государствах, вступивших в валютный союз, если их экономики не достигли достаточной степени конвергенции, проявлением чего становится сохранение различий в уровнях инфляции среди экономик стран – членов валютного союза. В таких условиях в экономиках, в которых наблюдаются более высокие темпы инфляции, формируются стимулы для заимствования и развивается кредитный «бум», в то время как в экономиках со сравнительно низкими темпами инфляции формируются стимулы для сбережения и объемы кредитования сокращаются. Результатом этого становится углубление колебаний финансового цикла в экономиках стран, вступивших в валютный союз, и формирование постоянных потоков заемного капитала, направленных из стран с низкими темпами инфляции в страны с высокими темпами инфляции. Это повышает риск развития финансовых кризисов в странах, получающих притоки заемного капитала, финансирующие дальнейшее развитие кредитного «бума» [3, с. 28]. При этом вследствие отсутствия кредитора последней инстанции в национальной экономике возможности государства по сокращению масштабов финансового кризиса в случае его развития становятся ограниченными.

В таблице 1 выделены условия, выполнение которых представляется необходимым для того, чтобы предотвратить негативные последствия введения единой валюты с точки зрения сохранения финансовой стабильности.

Представляется обоснованным, что решение проблем обеспечения финансовой стабильности, характерных для валютных союзов, потребует проведения независимой денежно-кредитной политики каждым из государств, участвующих в валютном союзе. Однако, в соответствии с трилеммой международных финансов, проведение независимой денежно-кредитной политики в условиях членства в валютном союзе возможно лишь в случае введения ограничений на международное движение капитала в пределах валютного союза [4, с. 1].

Таблица 1. – Условия поддержания финансовой стабильности в валютном союзе

Проблема	Решение
1. Углубление колебаний финансового цикла	Обеспечение возможности установления различных уровней процентных ставок в экономиках государств, участвующих в валютном союзе
2. Усиление зависимости от неустойчивых внешних источников финансирования	Внедрение инструментов, позволяющих ограничить международные потоки спекулятивного капитала в пределах валютного союза
3. Отсутствие кредитора последней инстанции в национальной экономике	Сохранение за национальными органами денежно-кредитного регулирования права независимо определять объем эмиссии единой валюты

Источник: собственная разработка автора.

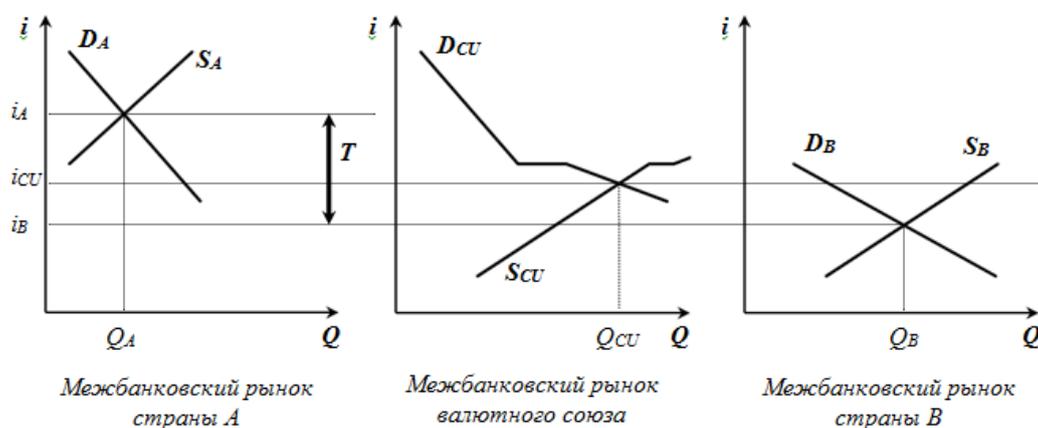
Представленные выводы позволили разработать концептуальный подход к обеспечению финансовой стабильности в валютных союзах, ключевыми положениями которого являются:

- во-первых, проведение центральными банками государств, участвующих в валютном союзе, независимой, но скоординированной денежно-кредитной политики в режиме инфляционного таргетирования;
- во-вторых, введение ограничений на международное движение капитала в пределах валютного союза.

Независимый характер проведения денежно-кредитной политики предусматривает сохранение в государствах, вступивших в валютный союз, национальных центральных банков, которые должны быть свободны в выборе инструментов денежно-кредитной политики и иметь возможность использовать их независимо от других государств, участвующих в валютном союзе. В частности, это предполагает независимое определение ими объемов денежной эмиссии. Скоординированный характер проведения денежно-кредитной политики в валютном союзе предусматривает создание наднациональных органов денежно-кредитного регулирования, устанавливающих целевые ориентиры денежно-кредитной политики, обязательные для достижения на национальном уровне (включая целевой уровень инфляции), и контролирующие их выполнение.

В соответствии с трилеммой международных финансов, реализация подобного проекта валютного союза потребует ограничения международной мобильности капитала. Для этого предлагается внедрить специальный экономический инструмент – «пошлину» на привлечение иностранного спекулятивного капитала. Обложению данной «пошлиной» должны подлежать любые операции по привлечению краткосрочного заемного капитала от нерезидентов, включая получение краткосрочных банковских кредитов и продажу долговых ценных бумаг. Ожидаемым результатом введения «по-

шлины» является сохранение различных уровней краткосрочных процентных ставок в экономиках стран валютного союза (см. рисунок). Размер данной «пошлины» предлагается устанавливать в процентных пунктах равным разнице в текущих уровнях краткосрочной процентной ставки в экономике заемщика (резидента) и экономике кредитора (нерезидента).



Условные обозначения:

- D_A и D_B (англ. «demand») – графики спроса на межбанковские кредиты со стороны резидентов стран А и В соответственно;
- S_A и S_B (англ. «supply») – графики предложения межбанковских кредитов со стороны резидентов стран А и В соответственно;
- D_{CU} и S_{CU} (англ. «currency union») – графики совокупного спроса на межбанковские кредиты и их совокупного предложения в валютном союзе;
- T (англ. «tax») – размер «пошлины» на привлечение иностранного спекулятивного капитала;
- i_A и i_B (англ. «interest rate») – равновесный уровень процентной ставки межбанковского рынка в странах А и В соответственно в условиях применения «пошлины» на привлечение иностранного спекулятивного капитала;
- Q_A и Q_B (англ. «quantity») – равновесный объем торгов на межбанковском рынке в странах А и В соответственно в условиях применения «пошлины» на привлечение иностранного спекулятивного капитала;
- i_{CU} и Q_{CU} – равновесные уровень процентной ставки и объем торгов на межбанковском рынке валютного союза в условиях свободного движения капитала.

Рисунок – Действие «пошлины» на привлечение иностранного спекулятивного капитала

Источник: собственная разработка автора.

Например, если банк-резидент предпримет решение привлечь краткосрочный кредит из экономики, где уровень процентных ставок ниже, он должен будет уплатить в государственный бюджет «пошлину», размер которой будет в точности равен разнице в стоимости привлечения капитала в

данных экономиках. В качестве меры уровня краткосрочных процентных ставок представляется целесообразным использовать ставки межбанковского рынка. Предлагаемый инструмент определяется как «пошлина» в связи с проведением аналогии с соответствующим инструментом регулирования внешней торговли: как ввозные пошлины находят широкое применение в практике регулирования внешнеторговых отношений для защиты недостаточно конкурентоспособных отраслей экономики перед иностранными конкурентами, несмотря на экономические преимущества свободной торговли, так и проведение регулирования международных потоков капитала представляется целесообразным для обеспечения финансовой стабильности.

Несмотря на то, что предлагаемый концептуальный подход, на первый взгляд, противоречит идее международной экономической интеграции, поскольку предусматривает введение ограничений на движение отдельных видов капитала, в действительности он сохраняет возможность получения всех экономических преимуществ от вступления государства в валютный союз. При этом реализация предложенного подхода позволит решить все вышеуказанные проблемы обеспечения финансовой стабильности, характерные для валютных союзов, а следовательно, компенсировать негативные экономические последствия упразднения национальной валюты. Положения предложенного подхода не были ранее воплощены в действующих валютных союзах и, в частности, не совместимы с организационными принципами построения валютного союза в ЕС, выделенными в [5]. В связи с этим, для его реализации разработаны принципы построения валютного союза, рекомендуемые для возможных будущих валютных союзов с участием Республики Беларусь (см. таблицу 2).

Таблица 2. – Сопоставление принципов построения валютного союза, воплощенных в ЕС и рекомендуемых для валютного союза с участием Республики Беларусь

Организационные принципы построения валютного союза, воплощенные в ЕС	Рекомендуемые организационные принципы построения валютного союза
1. Установление условий вступления государств в валютный союз (основанных на достижении государствами сходных и низких темпов инфляции в долгосрочном периоде)	1. Установление условий вступления государств в валютный союз и продолжения членства в нем (основанных на достижении государствами сходных и низких темпов инфляции в долгосрочном периоде)
2. Централизованное проведение общей денежно-кредитной и валютной политики	2. Централизованное проведение общей валютной политики
3. Децентрализованное проведение бюджетно-налоговой политики при условии ее координации на наднациональном уровне	3. Децентрализованное проведение денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики при условии их координации на наднациональном уровне

Окончание таблицы 2

Организационные принципы построения валютного союза, воплощенные в ЕС	Рекомендуемые организационные принципы построения валютного союза
4. Обеспечение независимости органов денежно-кредитного регулирования от органов государственного управления (с установлением обеспечения ценовой стабильности в качестве единственной цели деятельности органов денежно-кредитного регулирования)	4. Обеспечение независимости органов денежно-кредитного регулирования от органов государственного управления (с установлением тройной цели деятельности органов денежно-кредитного регулирования: обеспечение ценовой стабильности, обеспечение финансовой стабильности и поддержание устойчивых темпов экономического роста)
5. Отсутствие ограничений на международное движение капитала в пределах валютного союза	5. Введение ограничений на движение краткосрочного заемного капитала в пределах валютного союза
6. Обеспечение доступа к финансированию для покрытия дефицитов платежного баланса	6. Обеспечение доступа к финансированию для покрытия дефицитов платежного баланса (сохранен без изменений)

Источник: собственная разработка.

Список использованных источников:

1. Договор о создании Союзного государства [Электронный ресурс] : [заключен в г. Москва 8 дек. 1999 г.] // Информационно-аналитический портал Союзного государства. – Режим доступа: <http://www.soyuz.by/about/docs/dogovor5/>. – Дата доступа: 18.08.2019.

2. Krugman, P. Revenge of the Optimum Currency Area / P. Krugman // *Macroeconomics Annual / National Bureau of Economic Research*. – 2012. – № 27. – P. 439–448.

3. Войтехович А.Н. Оценка уровня конвергенции экономик стран ЕАЭС как предпосылки создания валютного союза / А. Н. Войтехович // *Банкаўскі веснік*. – 2018. – № 10 (665). – С. 26–38.

4. 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. – (Working Papers / National Bureau of Economic Research ; № 10396).

5. Войтехович, А.Н. Особенности обеспечения финансовой стабильности в валютном союзе в ЕС / А.Н. Войтехович // *Вестник Белорусского государственного экономического университета*. – 2018. – № 5. – С. 34–40.