

## ВАЛЮТНАЯ ИНТЕГРАЦИЯ В ЕВРАЗИЙСКОМ ЭКОНОМИЧЕСКОМ СОЮЗЕ: ОЦЕНКА ЦЕЛЕСООБРАЗНОСТИ ДЛЯ ЭКОНОМИКИ БЕЛАРУСИ

А.Н. Войтехович\*

В статье рассмотрены перспективы валютной интеграции в ЕАЭС и ее возможные последствия для экономики Беларуси. Систематизированы основные положения современной теории валютной интеграции, учитывающей причины и последствия кризиса государственного долга в еврозоне. В частности, обоснована зависимость между потерей инструментов денежно-кредитной и валютной политики и увеличением государственного долга. Раскрыты последствия потери инструментов денежно-кредитной и валютной политики для экономики Беларуси. Особое внимание уделено проблеме ликвидности национальной экономики в условиях валютной интеграции. В заключении дана оценка целесообразности участия Беларуси в процессах валютной интеграции в ЕАЭС.

**Ключевые слова:** валютная интеграция, валютный союз, денежно-кредитная и валютная политика, кризис ликвидности, кризис государственного долга.

**JEL-классификация:** E51, E58, E62, F33, F34, F36, H63.

*Материал поступил 14.10.2015 г.*

На евразийском пространстве продолжается развитие процессов экономической интеграции. 1 января 2015 г. вступил в силу Договор о Евразийском экономическом союзе (ЕАЭС), членами которого на настоящий момент являются Армения, Беларусь, Казахстан, Кыргызстан и Россия. Изучение перспектив развития данного интеграционного объединения обуславливает постоянный интерес к вопросам валютной интеграции в ЕАЭС как высшего этапа экономической интеграции.

В то же время кризис государственного долга в еврозоне, начавшийся в 2010 г., выявил недостаточную разработанность теоретической базы валютной интеграции, наличие ряда ошибок, допущенных при разработке проекта валютной интеграции в Европейском союзе (ЕС). Необходимость осмысления новейших достижений теории валютной интеграции и изучения ее применимости в ЕАЭС определяет актуальность данной статьи.

Целью статьи является изучение экономических предпосылок осуществления валютной интеграции в ЕАЭС и проведение

оценки ее целесообразности для экономики Беларуси.

### **Формы реализации, преимущества и недостатки валютной интеграции**

Валютная интеграция – это процесс координации денежно-кредитной и валютной политики несколькими независимыми государствами, конечным результатом которого является создание общей денежной единицы. Валютная интеграция рассматривается в качестве высшего этапа экономической интеграции.

Валютная интеграция может быть реализована в нескольких формах:

- отказ государства от использования собственной денежной единицы и переход на использование денежной единицы другого государства в качестве законного средства платежа и расчета во внутриэкономических операциях (так называемая официальная долларизация (англ. *official dollarization*) по образцу Панамы, Эквадора, Сальвадора, Косово, Черногории);
- создание полноценного валютного союза, предполагающего введение общей меж-

\* **Войтехович Александр Николаевич** (avaitsiakhovich@yahoo.com), магистр экономических наук, аспирант кафедры мировой экономики Белорусского государственного экономического университета (г. Минск, Беларусь).

национальной валюты и формирование наднационального механизма реализации денежно-кредитной и валютной политики (единственным примером полноценного валютного союза на настоящий момент является Экономический и валютный союз ЕС (ЭВС)).

Обе представленные формы позволяют в полной мере воспользоваться преимуществами валютной интеграции и характеризуются сходными недостатками.

К экономическим преимуществам, являющимся непосредственным результатом валютной интеграции, правомерно отнести:

- устранение неопределенности, обусловленной колебаниями валютных курсов (либо, соответственно, исключение издержек по страхованию валютных рисков);
- исключение транзакционных издержек, связанных с обменом валют;
- повышение прозрачности цен за счет расширения сферы использования денежной единицы (более эффективное выполнение деньгами функции меры стоимости).

Предполагается, что указанные преимущества содействуют интенсификации внешней торговли и международного движения капитала в пределах интеграционного объединения, благодаря чему углубляется специализация национальных экономик и достигается более эффективное распределение ресурсов. В конечном итоге это обеспечивает рост реальных доходов и повышение уровня жизни в экономиках, входящих в интеграционное объединение (Mundell, 2003).

Кроме того, валютная интеграция может принести дополнительные выгоды в виде денежно-кредитной стабильности, которая предполагает низкие уровни инфляции и процентных ставок, стабильность курса общей валюты к валютам других государств. В результате денежно-кредитной стабилизации облегчается привлечение капитала резидентами, повышается рентабельность реальных инвестиций, улучшаются условия ведения бизнеса. Также снижается вероятность паник на внутренних финансовых рынках, резких оттоков капитала из экономики. Так, желание государств ЕС достичь уровня денежно-кредитной стабильности, наблюдаемого в Германии, стало одной из ключевых предпосылок создания ЭВС.

Однако достижение и поддержание денежно-кредитной стабильности возможно лишь при том условии, что при реализации общей денежно-кредитной и валютной политики в валютном союзе будет внедрен опыт наиболее успешных в этом отношении государств (либо, соответственно, будет осуществлен переход на использование более устойчивой национальной валюты).

Негативные последствия валютной интеграции заключаются в потере государством независимости в денежно-кредитной и валютной политике. Так, центральный банк лишается большинства инструментов денежно-кредитной и валютной политики:

- права независимо определять объем эмиссии денег, что предполагает контроль над наиболее ликвидной частью денежной массы;
- процентных ставок, устанавливаемых центральным банком;
- валютного курса, поскольку валютные курсы в пределах интеграционного объединения становятся фактически абсолютно фиксированными.

Невозможность проведения независимой денежно-кредитной политики в условиях валютной интеграции объясняется с помощью теории так называемого несовместимого треугольника (англ. *the impossible trinity*), основывающейся на паритете процентных ставок (Дробышевский, Полевой, 2007. С. 14). Согласно данной теории, невозможно одновременное поддержание фиксированных валютных курсов, обеспечение международной мобильности капитала и проведение независимой денежно-кредитной политики (Obstfeld et al., 2004). Например, если в условиях валютного союза (т. е. абсолютно фиксированных валютных курсов) и мобильности капитала государство предпримет попытки проведения более мягкой денежно-кредитной политики (за счет более низких процентных ставок), это обусловит массовые оттоки капитала в экономики, в которых сложилась более высокая процентная ставка. В конечном итоге государство будет вынуждено отказаться от реализации более мягкой денежно-кредитной политики или покинуть валютный союз. Следовательно, вследствие высокой степени интегра-

ции финансовых рынков во всех экономи-  
ках, участвующих в валютном союзе, уста-  
новится общий уровень процентных став-  
вок. Именно невозможностью реализации  
независимой денежно-кредитной политики  
объясняются распад Европейской валютной  
системы в 1992 г., валютные кризисы в стра-  
нах Латинской Америки в 1990-х годах.

Теоретически установление жестких  
валютных ограничений на движение капи-  
тала могло бы обеспечить сохранение не-  
зависимости в денежно-кредитной поли-  
тике, однако это противоречит самой идее эконо-  
мической интеграции. Кроме того, по-  
прежнему будет невозможно использование  
валютного курса как инструмента экономи-  
ческой политики государства, поскольку в  
исключении такой возможности и заклю-  
чается суть валютной интеграции.

Правомерно утверждать, что потеря не-  
зависимости в денежно-кредитной и валют-  
ной политике ограничивает возможности по  
реализации экономической политики госу-  
дарства. Это обусловлено тем, что в услови-  
ях валютной интеграции в распоряжении го-  
сударства остаются главным образом инст-  
рументы бюджетно-налоговой политики, что  
сопровождается возникновением нескольких

проблем. Во-первых, инструменты бюджет-  
но-налоговой политики часто не обладают  
достаточной гибкостью и не могут быть ис-  
пользованы для оперативного и точного ре-  
гулирования макроэкономических процессов.  
Во-вторых, вероятным становится резкое  
увеличение дефицита государственного бюд-  
жета и величины государственного долга. В  
табл. 1 приведены последствия потери ин-  
струментов в денежно-кредитной и валют-  
ной политике и соответствующие им при-  
чины дефицитов государственного бюджет-  
та, образующие вместе источники роста го-  
сударственного долга (англ. *channels of debt  
accumulation*). Причины роста государствен-  
ного долга в условиях валютной интеграции  
мы подробно раскроем применительно к эконо-  
мике Беларуси.

В случае, если при создании валютно-  
го союза не будут предусмотрены механиз-  
мы, обеспечивающие решение указанных  
проблем, уровень государственного долга  
может быстро достигнуть неустойчивого  
уровня. Следовательно, именно быстрое на-  
ращивание государственного долга, которое  
становится неизбежным в условиях валют-  
ной интеграции, представляет собой основ-  
ную угрозу устойчивости валютных союзов.

Таблица 1

**Источники роста государственного долга в условиях валютной интеграции**

№	Последствия потери независимости в денежно-кредитной и валютной политике	Причины дефицита государственного бюджета в условиях валютной интеграции
1.	Сокращение возможностей государства по противодействию несинхронизированным деловым циклам и асимметричным внешним шокам	Действие автоматических бюджетно-налоговых стабилизаторов в условиях экономической рецессии
2.	Сокращение возможностей государства по противодействию устойчивым дефицитам платежного баланса и зависимость внутреннего денежного обращения от результатов внешнеэкономической деятельности резидентов	Привлечение внешних заимствований для восполнения наиболее ликвидной части денежной массы
3.	Невозможность исполнения центральным банком функции кредитора последней инстанции (предотвращение финансовых кризисов путем предоставления ликвидности)	Предоставление государственным бюджетом финансовой помощи системообразующим банкам и другим финансовым организациям в условиях кризиса
4.	Невозможность стимулирования экономического роста эмиссионным кредитованием	Замена денежно-кредитного стимула бюджетно-налоговым
5.	Потеря бюджетом дохода от сеньоража (дохода от эмиссии денежных знаков – в случае отсутствия соглашения о распределении данных доходов между бюджетами государств – членов валютного союза)	Потеря традиционной доходной статьи бюджета

Источник. Авторская разработка.

В частности, в еврозоне кризис государственного долга поставил под угрозу целостность ЭВС. Вопреки распространенному мнению, долговой кризис был обусловлен не излишне мягкой бюджетно-налоговой политикой так называемых периферийных государств еврозоны, а накоплением частного долга резидентов этих экономик в течение 2000-х годов. Накопление частного долга явилось закономерным результатом ошибок, сделанных при разработке концепции ЭВС и управлении им (de la Dehesa, 2012). Непосредственной причиной кризиса государственного долга стала вынужденная необходимость предоставления финансовой помощи частному сектору за счет государственных бюджетов в результате мирового финансового кризиса (de Grauwe, 2013a).

На настоящий момент проблема государственного долга в еврозоне не решена. С одной стороны, Пакт стабильности и роста, подписанный в 1997 г. и запрещающий «излишние» дефициты государственного бюджета, фактически прекратил свое действие в 2005 г., поскольку даже более развитые экономики Германии и Франции не были способны удовлетворять его условиям. С другой стороны, вынужденное использование режима жесткой экономии периферийными экономиками еврозоны лишь усугубило рецессию в них, не создав новых источников роста, необходимых для выхода из кризиса. В отсутствие инструментов денежно-кредитной и валютной политики в менее развитых экономиках еврозоны наблюдаются более низкие темпы экономического роста и более высокие уровни безработицы.

История свидетельствует о том, что кризис государственного долга послужил причиной также и единственного случая, когда независимое государство, использовавшее ранее иностранную денежную единицу, прибегло к созданию собственной национальной валюты. Так, в 1989 г. Либерия отказалась от использования доллара США и ввела в обращение национальную валюту – либерийский доллар. Кризис был обусловлен тем, что политические разногласия с США в середине 1970-х годов нарушили устоявшиеся экономические отношения Либерии с США: на-

чали сокращаться объемы экспорта (в результате чего внешнеторговые профициты сменились дефицитами), притоки внешней помощи, а иностранные инвесторы стали выводить капитал из экономики Либерии. Одновременно страна подверглась крупному внешнему шоку вследствие роста цен на нефть. В отсутствие инструментов денежно-кредитной и валютной политики правительство Либерии было вынуждено прибегнуть к наращиванию государственного долга для финансирования дефицита платежного баланса и государственных программ по стимулированию экономического роста. Однако государственный долг быстро достиг неустойчивого уровня, и в 1989 г. правительство Либерии начало эмиссию собственной валюты для финансирования дефицитов государственного бюджета. «Дедолларизация» проходила в политически напряженной обстановке, приведшей впоследствии к гражданской войне (Winkler et al., 2004. P. 36–37).

Очевидно, что если в случае перехода на использование иностранной денежной единицы потеря независимости в денежно-кредитной и валютной политике является полной, то в случае создания полноценного валютного союза обеспечивается более симметричное распределение издержек валютной интеграции между его членами благодаря тому, что все они имеют возможность участвовать в разработке общей денежно-кредитной и валютной политики (Gulde et al., 2004. P. 14).

Помимо потери независимости в денежно-кредитной политике, к недостаткам обеих форм валютной интеграции следует отнести наличие операционных затрат, связанных с перезаключением контрактов, заменой и перепрограммированием банкоматов, инфокиосков, информационных табло и т. д. Следует учитывать также неэкономические издержки, обусловленные потерей национального символа.

Таким образом, представляется правомерным утверждать, что на настоящий момент в экономической науке нет единого мнения как относительно условий, предопределяющих необходимость создания валютного союза, так и относительно способов обеспечения его устойчивости в долгосрочном периоде.

**Перспективы валютной интеграции в ЕАЭС**

Впервые идеи о необходимости валютной интеграции в СНГ были высказаны непосредственно после распада рублевой зоны в 1992–1993 гг. С тех пор на протяжении нескольких десятилетий на евразийском пространстве сохраняют свою актуальность вопросы возможности и целесообразности валютной интеграции, и создание валютного союза в ЕАЭС может стать закономерным результатом интеграционных процессов в регионе.

Очевидной отличительной особенностью ЕАЭС от, например, ЭВС является наличие ярко выраженного экономического центра: на экономику России приходится 86% номинального ВВП, 80% населения и 90% денежной базы интеграционного объединения (рис. 1).

Доминирование экономики России в ЕАЭС является препятствием для валютной интеграции, поскольку предполагает полную потерю другими экономиками ЕАЭС независимости в денежно-кредитной и валютной политике. Действительно, в валютном союзе по объективным причинам сравнительно малые экономики не будут иметь возможности оказать существенное воздействие на разработку общей политики, вследствие чего общая денежно-кредитная и валютная политика будет проводиться в интересах экономики России. Это представляется закономерным, поскольку экономика России несет наибольшие риски в случае ухудшения экономической ситуации

и выполняет ведущую роль в обеспечении стабильности интеграционного объединения (Лузгина, 2015. С. 39). Однако это также означает, что издержки валютной интеграции для других экономик ЕАЭС могут быть существенными. Данный вывод представляется справедливым вне зависимости от формы реализации валютной интеграции. Более того, доминирование экономики России в ЕАЭС фактически делает невозможным создание полноценного валютного союза по образцу еврозоны.

Для того чтобы оценить потенциальный размер выгод от валютной интеграции, представляется целесообразным рассмотреть интенсивность торгово-экономических отношений между экономиками ЕАЭС. Тесные внешнеторговые связи являются естественной предпосылкой валютной интеграции в интеграционном объединении.

Изучение географической структуры внешней торговли экономик ЕАЭС, представленной на рис. 2, позволяет оценить интенсивность взаимной внешней торговли. На взаимную торговлю в пределах ЕАЭС в 2010–2014 гг. в структуре внешней торговли экономик-участниц более 40% приходилось лишь в Беларуси (41,6% экспорта и 55,8% импорта) и Кыргызстане (45,7% импорта). При этом практически во всех потоках взаимной торговли одной из сторон выступает Россия: торговые связи экономик ЕАЭС между собой занимают незначительный удельный вес (за исключением торговли Казахстана и Кыргызстана). Кроме того, например, на торговые связи с

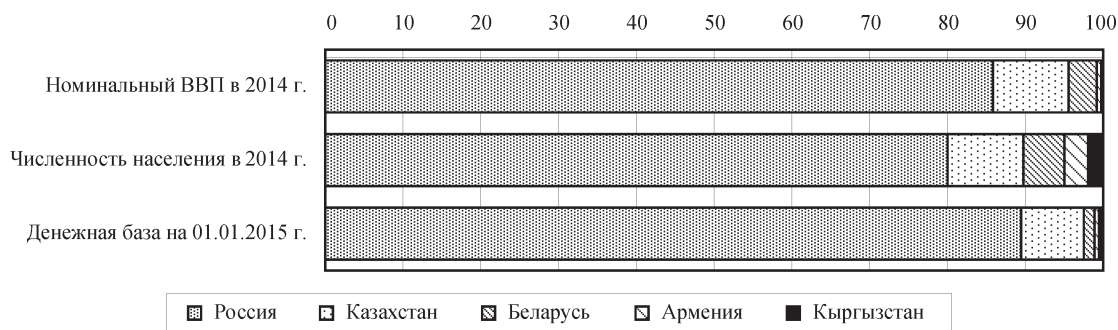


Рис. 1. Удельный вес экономик ЕАЭС в интеграционном объединении в соответствии с основными макроэкономическими показателями размера экономики, %.

Источник. Построено по данным Международного валютного фонда. URL: <http://www.imf.org/external/datamapper/>; Центрального банка Армении. URL: <https://www.cba.am/>; Национального банка Республики Беларусь. URL: <http://www.nbrb.by/>; Национального банка Казахстана. URL: <http://www.nationalbank.kz/>; Национального банка Кыргызской Республики. URL: <http://www.nbkr.kg/>; Банка России. URL: <http://www.cbr.ru>

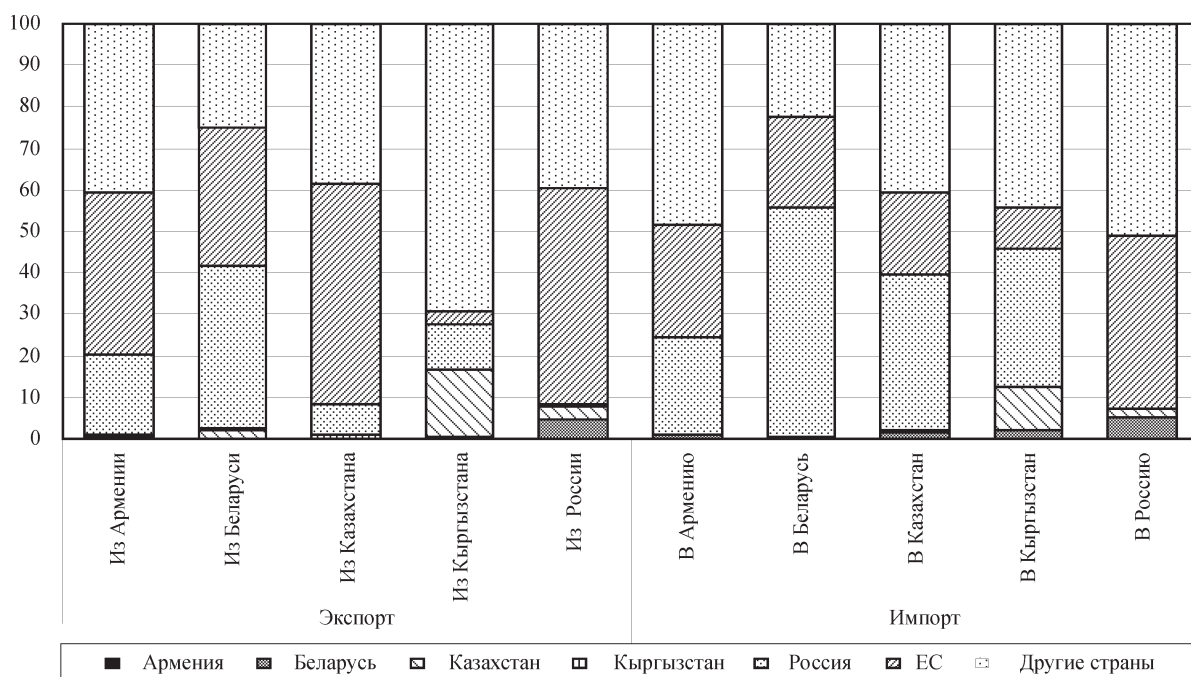


Рис. 2. Структура внешней торговли товарами экономик ЕАЭС по странам – торговым партнерам за 2010–2014 гг.\*

\* Средние значения за 2010–2014 гг.

Источник. Построено по данным Евразийской экономической комиссии. URL: <http://www.eurasiancommission.org>

ЕС во всех экономиках ЕАЭС, кроме Беларуси и Кыргызстана, приходится больший удельный вес, чем на взаимную торговлю в пределах ЕАЭС.

Эти же выводы подтверждаются данными по открытости экономик ЕАЭС, представленными на рис. 3: лишь экономики Беларуси и Кыргызстана (в части импорта) характеризуются высокими уровнями открытости к другим экономикам ЕАЭС.

Следовательно, ввиду недостаточной интенсивности взаимной торговли в ЕАЭС размер потенциальных выгод от валютной интеграции для большинства экономик-участниц представляется ограниченным. Вероятно, это является одной из причин сравнительно медленного развития процессов интеграции в валютно-финансовой сфере на евразийском пространстве.

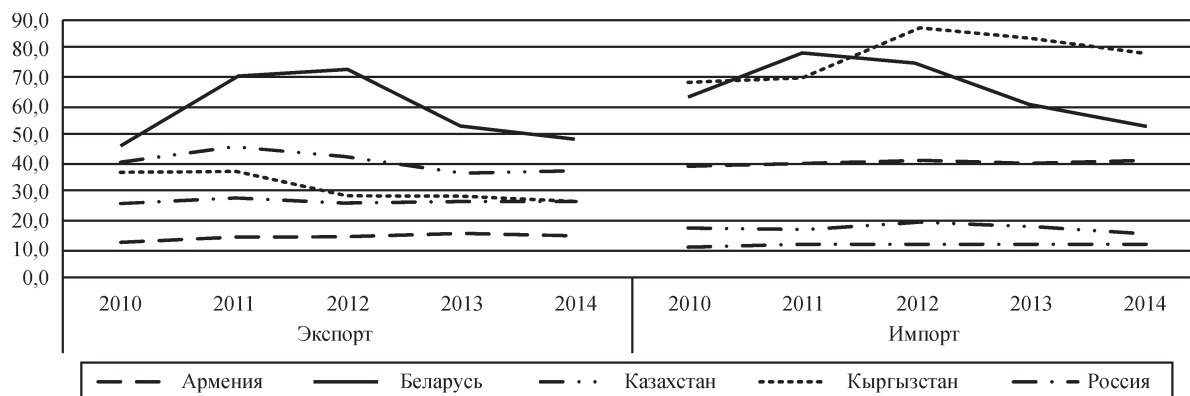
Экономика Беларуси является единственной среди экономик ЕАЭС, способной получить существенные выгоды от валютной интеграции в ЕАЭС. При этом, поскольку на Россию приходится более 95% экспорта и 99% импорта Беларуси в пределах ЕАЭС, размер потенциальных выгод практически не изменится в случае, если валютный союз будет

создан лишь с участием Беларуси и России, а не всех экономик ЕАЭС.

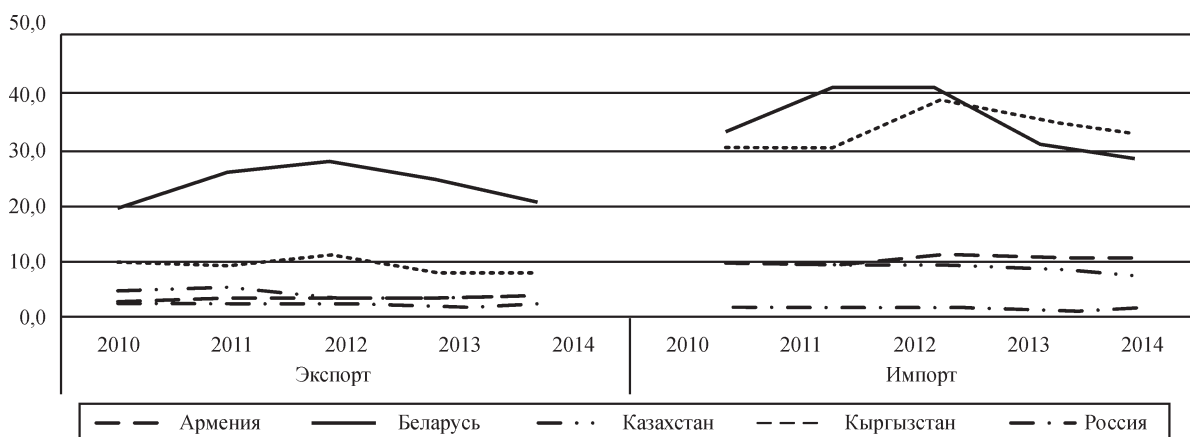
Таким образом, в случае осуществления валютной интеграции в ЕАЭС экономика Беларуси будет вынуждена приспособиться к функционированию в условиях денежно-кредитной и валютной политики России. Представляется, что экономика Беларуси получит наибольшие выгоды от валютной интеграции среди всех экономик ЕАЭС, однако ее следствием станет полная потеря независимости в денежно-кредитной и валютной политике и повышение уязвимости внутреннего денежного обращения. Данный вывод послужил основой для последующего анализа последствий валютной интеграции в ЕАЭС для экономики республики.

#### **Последствия потери инструментов денежно-кредитной политики для экономики Беларуси**

Проблема несоответствия общей денежно-кредитной политики интересам отдельных национальных экономик широко известна в теории международной экономики (англ. *the «one-size-fits-all» policy*).



а) По совокупным объемам внешней торговли товарами



б) По объемам взаимной торговли товарами

Рис. 3. Динамика открытости экономик\* ЕАЭС в 2010–2014 гг., %.

\* Открытость экономики рассчитывается как отношение показателей внешней торговли к номинальному ВВП.

Источник. Построено по данным Евразийской экономической комиссии. URL: <http://www.eurasiancommission.org>

Для сравнения денежно-кредитной политики, реализуемой Национальным банком Республики Беларусь (НБРБ) и Банком России, сопоставим динамику денежной базы, отражающей эмиссионную политику центральных банков, и процентных ставок, устанавливаемых ими (рис. 4, 5). Если в 2007–2010 гг. темпы роста денежной базы в обеих экономиках были сходными, то в 2011–2014 гг. денежная база Беларуси расширялась существенно более высокими темпами.

Сравнительно мягкая эмиссионная политика НБРБ компенсировалась более жесткой процентной политикой. Различия в уровнях процентных ставок проиллюстрированы на рис. 5 на примере ставки рефинансирования, как процентной ставки, наиболее полно отражающей характер денежно-кредитной политики центрального банка. Начиная с 2009 г. номинальные значения ставки НБРБ

превышают значения, устанавливаемые Банком России. При этом после 2011 г. наблюдается настолько существенная разница в уровнях номинальной ставки рефинансирования, что реальные значения ставки НБРБ также превышают значения ставки Банка России в подавляющем большинстве периодов. Данная закономерность сохраняется и в условиях реализации жесткой денежно-кредитной политики в 2015 г.

Очевидно, что на протяжении последних лет денежно-кредитная политика НБРБ существенно отличалась от денежно-кредитной политики Банка России. Создание валютного союза и унификация денежно-кредитной политики будут предполагать резкое сокращение эмиссионного кредитования реального сектора экономики, что, по сути, представляет собой так называемую шоковую терапию для белорусской экономики (Gulde et

## Валютная интеграция в Евразийском экономическом союзе...

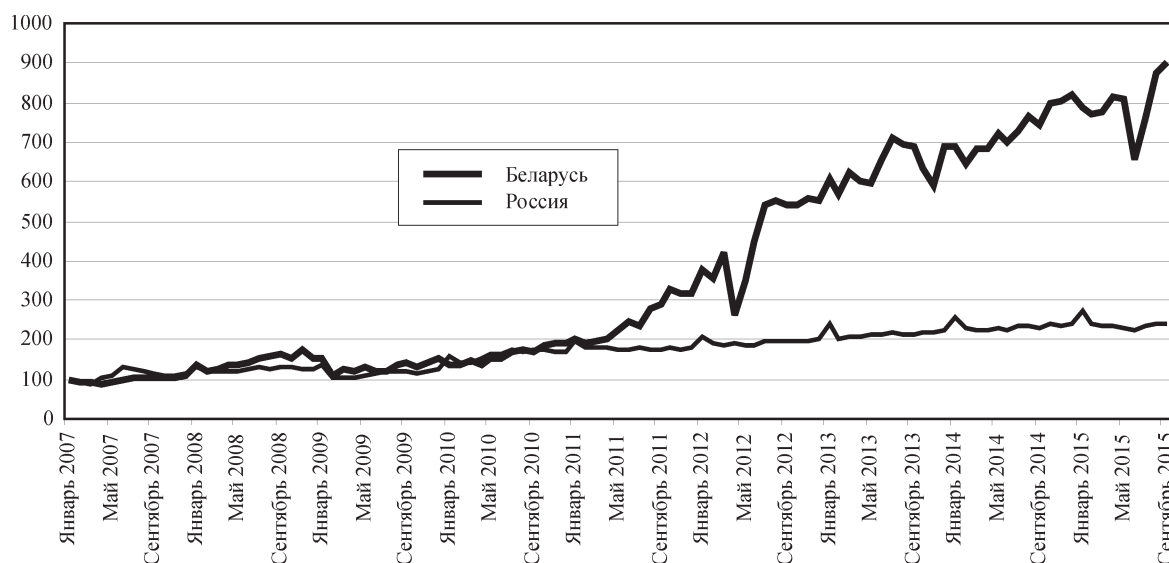


Рис. 4. Динамика номинальной денежной базы Беларуси и России в январе 2007 – сентябре 2015 гг.\*

\* На основе значений в национальных валютах. Значения января 2007 г. приняты за 100,0.

Источник. Построено по данным Национального банка Республики Беларусь. URL: <http://www.nbrb.by>; Банка России. URL: <http://www.cbr.ru>

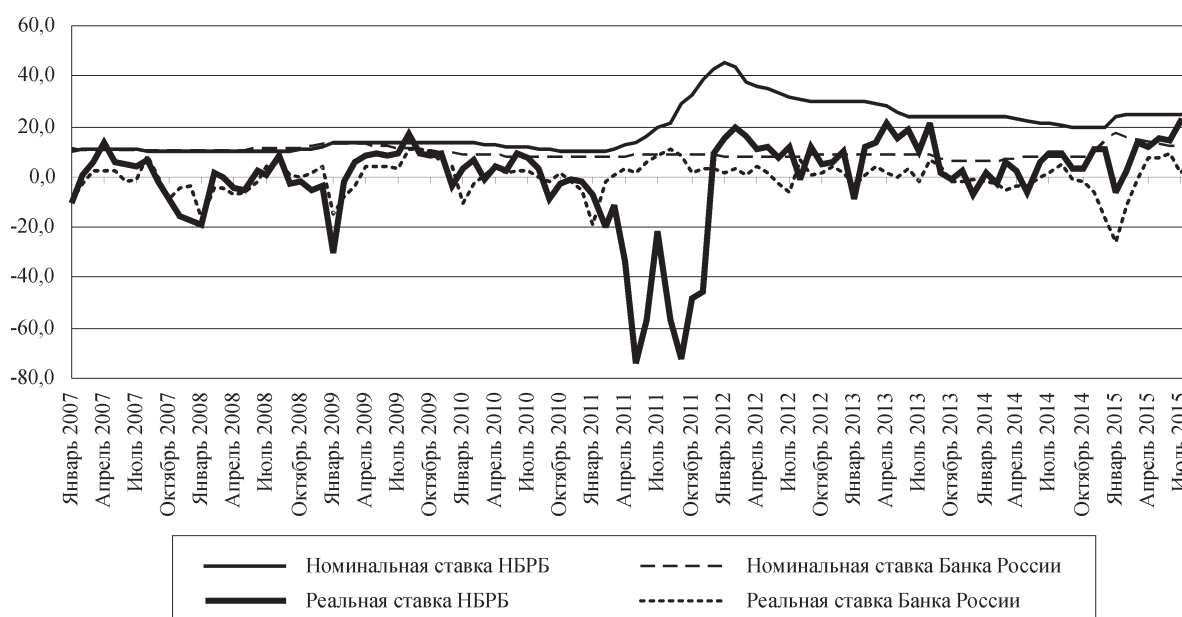


Рис. 5. Динамика среднемесячных номинальной и реальной ставок рефинансирования НБРБ и Банка России в январе 2007 – августе 2015 гг.\*

\* В процентах годовых. Ключевая ставка Банка России с 13.09.2013 г. Значения реальной процентной ставки рассчитаны по индексу потребительских цен.

Источник. Построено по данным Национального банка Республики Беларусь. URL: <http://www.nbrb.by>; Банка России. URL: <http://www.cbr.ru>

al., 2004. P. 29). Необходимость компенсировать потерю денежно-кредитного стимула может потребовать смягчения бюджетно-налоговой политики и, соответственно, увеличения дефицита государственного бюджета в соответствии со строкой 4 табл. 1.

В то же время высока вероятность того, что сокращение объемов эмиссионного кредитования будет легко компенсировано притоками иностранного заемного капитала, преимущественно из экономики России. Действительно, предложение заемного капитала



в случае создания валютного союза увеличится, поскольку значительно повысится привлекательность экономики Беларуси для российских инвесторов вследствие исключения валютного риска и либерализации движения капитала. При этом в результате унификации денежно-кредитной политики уровень реальных процентных ставок резко снизится, и заемный капитал станет существенно дешевле для резидентов экономики Беларуси. Поскольку именно реальные процентные ставки являются основой для принятия экономическими субъектами решения о привлечении заемного капитала, вырастет спрос на него. Благоприятные условия для привлечения российских инвестиций в экономику Беларуси созданы также и в связи с широким присутствием российского капитала в банковской системе Беларуси.

Следовательно, представляется вероятным, что общая денежно-кредитная политика, которая будет осуществляться в случае создания валютного союза в ЕАЭС, может оказаться слишком мягкой для экономики Беларуси, и создание валютного союза приведет к буму кредитования в Беларуси.

Повышение доступности заемного капитала может дать существенный стимул росту экономики, создав условия для инвестирования в новые конкурентоспособные производства, в связи с чем ранее оно рассматривалось как преимущество валют-

ной интеграции. Однако высока вероятность того, что привлеченный иностранный капитал будет использован для расширения кредитования потребления, в том числе приобретения импортных потребительских товаров, финансирования нерентабельных производств, повышения заработных плат темпами, превышающими темпы роста производительности труда, а также создания «пузырей» на рынках инвестиционных активов, например рынках недвижимости или ценных бумаг. На данный момент не существует механизма, позволяющего предотвратить нарастание дисбалансов в национальной экономике, обусловленных массовыми притоками иностранного заемного капитала. В таких условиях вероятным становится быстрый «перегрев» белорусской экономики.

Проблема «перегрева» белорусской экономики существенно усугубится, если снижение темпов инфляции в Беларуси до уровня инфляции в России будет недостаточно успешным. Динамика потребительских цен в обеих странах представлена на рис. 6.

Очевидно, что после девальвации 2011 г. темпы инфляции в Беларуси начали систематически превышать темпы инфляции в России. При этом данная тенденция сохранилась и в 2015 г., в условиях ужесточения денежно-кредитной политики НБРБ. Вероятным представляется сохра-

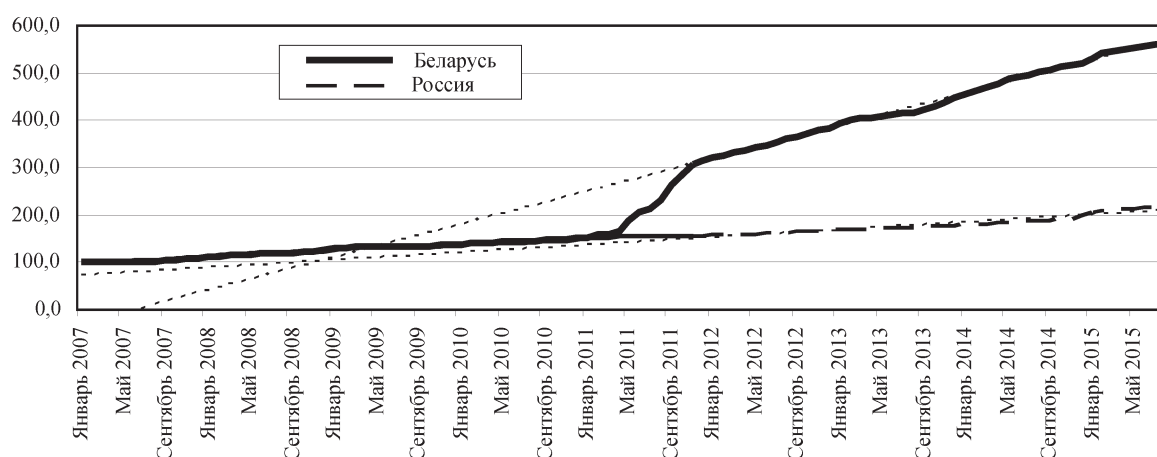


Рис. 6. Накопленное изменение уровня цен по индексу потребительских цен в Беларуси и России в январе 2007 – августе 2015 гг.\*

\* Значения января 2007 г. приняты за 100,0. Пунктирными линиями обозначены линейные тренды после ноября 2011 г.

Источник. Построено по данным Национального статистического комитета Республики Беларусь. URL: <http://www.nbrb.by>; Федеральной службы государственной статистики Российской Федерации. URL: <http://www.gks.ru>

нение высоких темпов инфляции в условиях бума кредитования.

Сохранение более высоких темпов инфляции в республике обусловит более низкий уровень реальных процентных ставок для резидентов Беларуси по сравнению с резидентами России. Наблюдаемый разрыв в уровнях реальных процентных ставок создаст предпосылки для еще более активного привлечения заемного капитала (Filippeli, 2011. P. 2546). Не следует исключать также возможности того, что различия в уровне инфляции могут быть «импортированы» любым внешним шоком, асимметрично воздействующим на экономики – участницы валютного союза (de la Dehesa, 2012. P. 25).

В связи с этим закономерно ожидать ускорение темпов роста экономики Беларуси в первые годы после создания валютного союза, однако рост, основанный на активном использовании заемного капитала, не может иметь устойчивый характер. В условиях экономического роста многие заемщики могут быть платежеспособными, а инвестиционные проекты – рентабельными. Однако любые негативные факторы, как внешние, так и внутренние, могут ухудшить платежеспособность заемщиков и привести к цепочке неплатежей. К числу таких факторов могут относиться: существующие деловые циклы, ужесточение общей денежно-кредитной политики валютного союза, сокращение внешнего спроса, падение мировых цен на товары экспорта, паники на финансовых рынках и др. Подобные события обусловят ухудшение качества кредитных портфелей банков, массовые изъятия депозитов, банкротства, что может привести к полномасштабному банковскому кризису.

В результате создания валютного союза возможности органов денежно-кредитного регулирования по противодействию финансовым кризисам существенно сократятся, поскольку НБРБ потеряет возможность исполнять функцию кредитора последней инстанции (Одлинг-Сми, 2003. С. 17). Действительно, в условиях валютной интеграции центральный банк теряет право независимо определять объем эмиссии денег и, соответственно, возможность предоставления финансовой помощи банкам и другим финансовым организациям, испытывающим дефицит ликвид-

ности. Очевидно, что предоставление дополнительной ликвидности финансовой системе Беларуси может вступить в противоречие с целями обеспечения стабильности денежного обращения в ЕАЭС в целом (например, с целями по инфляции или курсу общей валюты). В таких условиях предоставление финансовой помощи банковской системе должно будет проводиться за счет государственного бюджета (см. строку 3 табл. 1), что с высокой степенью вероятности вызовет кризис государственного долга.

Сохранение полномочий центрального банка по исполнению функции кредитора последней инстанции в условиях валютной интеграции представляется совершенно необходимым, поскольку позволяет предотвратить финансовые кризисы на ранних этапах их развития и избежать негативных последствий для реального сектора экономики. Более того, сама возможность центрального банка предоставить финансовую помощь часто является достаточной, чтобы укрепить доверие к финансовой системе и предотвратить кризисы, имеющие спекулятивный характер. Нежелание ЕЦБ выступить в качестве кредитора последней инстанции для периферийных экономик еврозоны и, в целом, недооценка важности данной функции центрального банка являются одной из ключевых ошибок, обусловивших затяжной характер долгового кризиса в ЭВС (de la Dehesa, 2012; de Grauwe, 2013a).

Следовательно, парадоксальным образом, несмотря на использование предположительно более стабильной валюты в рамках ЕАЭС, создание валютного союза повысит вероятность развития финансовых кризисов в экономике Беларуси в результате несоответствия денежно-кредитной политики ее потребностям, а также сократит возможности государства по предотвращению финансовых кризисов.

#### ***Последствия потери инструментов валютной политики для экономики Беларуси***

Если в результате создания валютного союза общая денежно-кредитная политика может оказаться слишком мягкой для экономики Беларуси, то валютная политика,

наоборот, может оказаться слишком жесткой. Это связано с тем, что валютная интеграция, в сущности, представляет собой абсолютную фиксацию курса национальной валюты к валютам других государств, участвующих в интеграционном объединении. Следовательно, невозможным станет применение валютного курса как инструмента ценовой конкурентоспособности. С одной стороны, исключается возможность применения так называемой политики ограбления соседа (англ. *beggary-neighbour*) посредством конкурентной девальвации, что, безусловно, важно для успешности экономической интеграции. Однако, с другой стороны, невозможным становится также и применение валютного курса для восстановления относительных уровней цен в экономике Беларуси и других экономиках ЕАЭС, которые могут быть нарушены в результате различия в темпах инфляции или асимметрично воздействующих внешних шоков.

Восстановление конкурентных преимуществ в таком случае будет возможно лишь

за счет вынужденного снижения уровней цен и заработных плат, т. е. так называемой внутренней девальвации (англ. *internal devaluation*). Общеизвестно, что подобные дефляционные процессы являются достаточно болезненными для национальной экономики, поскольку сопровождаются замедлением экономического роста, массовыми банкротствами и повышением безработицы. Вследствие этого валютная интеграция теоретически может иметь существенные негативные последствия для национальной экономики.

Для того чтобы оценить значение валютного курса как инструмента конкурентоспособности для экономики Беларуси, рассмотрим динамику индексов реального валютного курса (РВК) белорусского рубля, представленную на рис. 7. Реальные валютные курсы отражают относительные уровни цен в экономике Беларуси и экономиках – основных торговых партнерах (ОТП).

Во-первых, обращает на себя внимание сходство динамики индексов реального эффективного валютного курса (РЭВК) и индексов РВК к российскому рублю, ко-

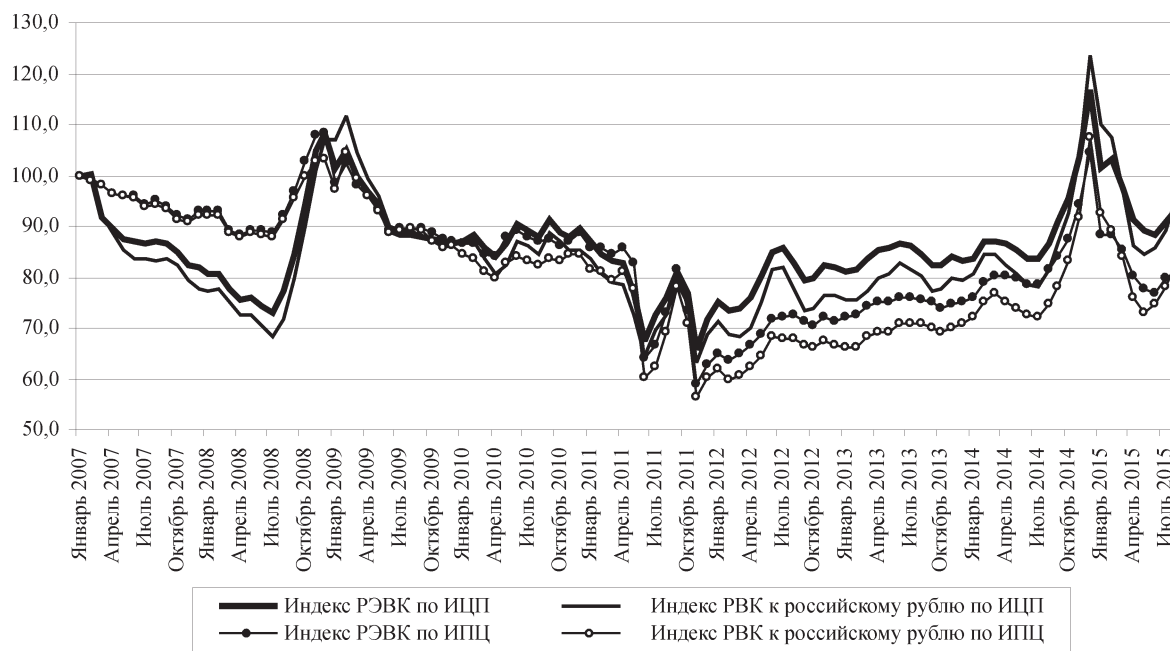


Рис. 7. Динамика индексов реального валютного курса белорусского рубля в январе 2007 – августе 2015 гг.\*

\* Значения января 2007 г. приняты за 100,0. Индексы рассчитаны по индексу цен производителей промышленной продукции (ИЦП) и индексу потребительских цен (ИПЦ). Увеличение значений индекса означает реальную ревальвацию белорусского рубля (снижение ценовой конкурентоспособности).

Источник. Построено по данным Национального банка Республики Беларусь. URL: <http://www.nbrb.by>

торое объясняется высоким удельным весом России во внешнеторговом обороте Беларуси.

Во-вторых, относительные уровни цен в экономике Беларуси и экономиках – ОТП, в том числе России, остаются приблизительно неизменными, находясь в пределах горизонтального коридора. Так, значения индексов РВК в настоящее время сохраняются на уровне, близком к уровню начала 2007 г. Также отсутствует какая-либо определенная долгосрочная динамика индексов РВК. Это означает, что, несмотря на три крупные девальвации номинального валютного курса в 2009, 2011 и 2014 гг., фактически экономика Беларуси функционирует в условиях постоянных (в долгосрочном периоде) относительных цен с экономикой России, что является предпосылкой для фиксации номинального валютного курса.

В-третьих, номинальный валютный курс как инструмент макроэкономического регулирования использовался именно для поддержания уровней относительных цен в Беларуси и России в пределах сложившегося горизонтального коридора. На протяжении рассматриваемого периода номинальное обесценение белорусского рубля было необходимо для компенсирования более высокого уровня инфляции в Беларуси в сравнении с экономиками – ОТП, в том числе с Россией. При этом в конце 2008 и 2014 гг. фактическая привязка курса белорусского рубля к доллару США обусловила резкое укрепление белорусского рубля к российскому в номинальном и реальном выражении. Это приводило к быстрой потере ценовой конкурентоспособности белорусской продукции на российском рынке. В таких условиях неизбежными становились девальвации номинального валютного курса, благодаря которым обеспечивалось восстановление прежних условий торговли с Россией. Следовательно, номинальный валютный курс интенсивно использовался как инструмент макроэкономического регулирования, однако целью его применения являлось недопущение существенных отклонений относительных уровней цен в Беларуси и России от сложившегося коридора значений, т. е. фиксация реального валютного курса к российскому рублю.

На основе приведенных наблюдений представляется правомерным утверждать, что потеря валютного курса как инструмента макроэкономического регулирования в случае создания валютного союза с Россией не будет иметь существенных негативных последствий для экономики Беларуси в условиях сложившейся структуры внешнеэкономических связей. Более того, с точки зрения внешней торговли, потеря независимости в валютной политике позволит изолировать экономику Беларуси от внешних шоков, связанных с колебаниями курса российского рубля относительно мировых валют, обеспечив более стабильные условия деятельности белорусских экспортеров и импортеров.

В то же время данный вывод будет справедливым только в том случае, если в условиях валютной интеграции уровень инфляции в экономике Беларуси будет успешно снижен до российского уровня. Важность данного условия была отмечена и в предыдущем разделе в связи с потерей инструментов денежно-кредитной политики. Однако если с точки зрения денежно-кредитного регулирования более высокие темпы инфляции обусловят заниженные реальные процентные ставки, то с точки зрения внешней торговли более высокие темпы инфляции обусловят завышенный реальный валютный курс (Filippeli, 2011. P. 2546). Соответственно, в случае сохранения высоких темпов инфляции потеря валютного курса как инструмента макроэкономического регулирования обусловит неконкурентоспособность продукции белорусских производителей по цене на российском рынке.

Вследствие экспортоориентированного характера белорусской экономики потеря ценовой конкурентоспособности на внешних рынках негативно отразится на экономическом росте и уровне занятости, а также ухудшит состояние государственных финансов. Во-первых, экономическая рецессия запустит действие автоматических бюджетно-налоговых стабилизаторов: в случае экономического спада доходы государственного бюджета сокращаются ввиду уменьшения налоговой базы, а расходы увеличиваются в связи с необходимостью выплаты социальных по-

собий и реализации программ по повышению занятости (см. строку 1 табл. 1). Во-вторых, стимулирование экономического роста также потребует смягчения бюджетно-налоговой политики (см. строку 4 табл. 1). В связи с этим потеря независимости в валютной политике также может содействовать росту государственного долга.

Потеря конкурентоспособности национальной экономики может в течение длительного времени «маскироваться» повышением доступности заемного капитала, которое, как было описано в предыдущем разделе статьи, станет следствием излишне мягкой общей денежно-кредитной политики. Более того, притоки иностранного капитала могут обусловить дальнейший рост относительных цен в ущерб конкурентоспособности национальной экономики. Результатом подобных процессов станет дальнейшее накопление внешнеэкономических дисбалансов: увеличение отрицательного сальдо счета текущих операций и наращивание объема внешнего долга.

Таким образом, с точки зрения валютной политики, создание валютного союза в ЕАЭС окажет положительное воздействие на экономику Беларуси, поскольку обеспечит стабильную макроэкономическую среду для белорусских экспортеров и импортеров. Однако получение выгод от валютной интеграции возможно только в случае обеспечения равных темпов инфляции в Беларуси и России. Иначе следует ожидать постепенную потерю конкурентоспособности национальной экономики Беларуси, усугубление проблемы государственного долга и повышение зависимости экономики от иностранного капитала.

### ***Проблема ликвидности экономики Беларуси в условиях валютной интеграции***

Проблема ликвидности экономики в условиях валютной интеграции заключается в том, что денежной массы может оказаться недостаточно для обслуживания внутреннего денежного обращения. В данном контексте термин «ликвидность» применяется не для определения свойства финансового актива или экономического субъекта, а для характеристики системы

денежного обращения национальной экономики.

Проблема ликвидности обусловлена тем, что в условиях валютной интеграции центральный банк теряет возможность обеспечивать соответствие предложения денег спросу на них (потребности в реальных денежных остатках). Действительно, с одной стороны, потенциальный объем эмиссии денег ограничивается общей денежно-кредитной политикой валютного союза, в то время как, с другой стороны, объем обращающейся в экономике денежной массы выходит из-под контроля центрального банка. Это обусловлено тем, что при создании валютного союза значительная часть расчетов по внешнеэкономическим операциям (по крайней мере, по расчетам в пределах интеграционного объединения) начинает выполняться в общей валюте валютного союза, являющейся национальной для экономик – участниц валютного союза.

В настоящее время большинство национальных экономик мира, включая экономики ЕАЭС, выполняют расчеты по своим внешнеэкономическим операциям преимущественно в иностранных валютах. Дефициты платежного баланса вызывают чистый отток валютных средств из экономики, что приводит к обесценению национальной валюты и, в отдельных случаях, валютным кризисам. Однако тем самым, благодаря существованию национальной денежной единицы, внутреннее денежное обращение изолируется от внешнеэкономических дисбалансов.

В случае, когда расчеты по внешнеэкономическим операциям осуществляются в национальной валюте, вероятность развития валютных кризисов существенно снижается, что часто рассматривается как преимущество валютной интеграции. Однако это не позволяет исключить негативные последствия внешнеэкономического неравновесия. В условиях валютной интеграции центральный банк не способен восполнить объем ликвидной части денежной массы, сокращающийся вследствие оттока денежных средств из экономики в результате дефицитов платежного баланса. В связи с этим вероятно наступление ситуации, когда денежной массы станет недостаточно для обеспечения внутренних потребностей на-

циональной экономики. Следовательно, в условиях валютной интеграции негативные последствия внешнеэкономического неравновесия переносятся из сферы стабильности валютного курса в сферу стабильности внутреннего денежного обращения.

Недостаток ликвидной денежной массы в экономике обуславливает развитие кризиса ликвидности, для которого характерны увеличение числа неплатежей и объема сомнительных долгов, массовые банкротства. Сокращается спрос, в экономике раскручивается дефляционная спираль, падают цены на инвестиционные активы, нарастает безработица. Также получают распространение неденежные формы расчетов.

В таких условиях государство будет вынуждено восполнить дефицит ликвидности в экономике путем наращивания долга перед другими государствами, входящими в валютный союз (см. строку 2 табл. 1).

Проблема ликвидности национальной экономики в условиях валютной интеграции тесно связана с проблемой потери центральным банком функции кредитора последней инстанции. Однако если последняя рассматривает уязвимость экономики перед банковскими кризисами (которые обусловлены, как правило, внутренними причинами: неустойчивостью банковской системы, изменениями предпочтений ликвидности со стороны резидентов экономики), то проблема ликвидности указывает на другой источник уязвимости национальной экономики в условиях валютной интеграции: внешнеэкономическое неравновесие.

Удивительно, но проблема ликвидности национальной экономики совершенно не изучена в теории валютной интеграции. Негативные последствия внешнеэкономического неравновесия традиционно рассматривались в теории валютной интеграции с точки зрения влияния их на темпы экономического роста, занятость и состояние государственных финансов, как было показано нами ранее. Денежно-кредитные аспекты дефицитов платежного баланса, как правило, игнорировались. Это может быть связано с тем, что теория валютной интеграции разрабатывалась применительно к экономикам Западной Европы, значительная часть внешнеторгового оборота которых обслуживалась в нацио-

нальных валютах. Вследствие этого проблема внешнеэкономического равновесия обычно рассматривалась как менее острая, чем проблемы безработицы или инфляции. Недооценка денежно-кредитных последствий внешнеэкономического неравновесия стала очевидной во время долгового кризиса в еврозоне.

Частный случай, в котором проявилась проблема ликвидности, был описан в работе (de Grauwe, 2013b. P. 26) на примере периферийных экономик еврозоны. Согласно де Грауэ, в случае, если состояние государственного бюджета ухудшается (что может происходить по причинам, рассмотренным в первом разделе статьи), снижается уровень доверия инвесторов, ввиду чего они начинают массово продавать долговые ценные бумаги государства. Выход инвесторов из подобных активов равнозначен резкому оттоку капитала из экономики (англ. *sudden stop and reversal of capital flows*), который приводит к дефициту ликвидности. В такой ситуации, не имея возможности прибегнуть к эмиссионному финансированию, государство может рефинансировать свой долг, лишь выпуская новые обязательства под запретительно высокие процентные ставки.

Однако представляется правомерным утверждать, что к дефициту ликвидности приводят не только резкие оттоки капитала, обусловленные выходом инвесторов из государственных ценных бумаг, но и любые оттоки денежных средств, обусловленные дефицитами по различным счетам платежного баланса, включая дефициты во внешней торговле и отрицательные сальдо трансфертов. Следовательно, в условиях валютной интеграции внутреннее денежное обращение становится зависимым от результатов внешнеэкономической деятельности резидентов.

Для изучения актуальности проблемы ликвидности для экономики Беларуси рассмотрим основные показатели статистики платежного баланса Республики Беларусь с Российской Федерацией, представленные на рис. 8. В целях данного анализа применяется показатель «устойчивое сальдо», равный сумме сальдо счета текущих операций и счета прямых инвестиций. Его использование оправданно ввиду того, что

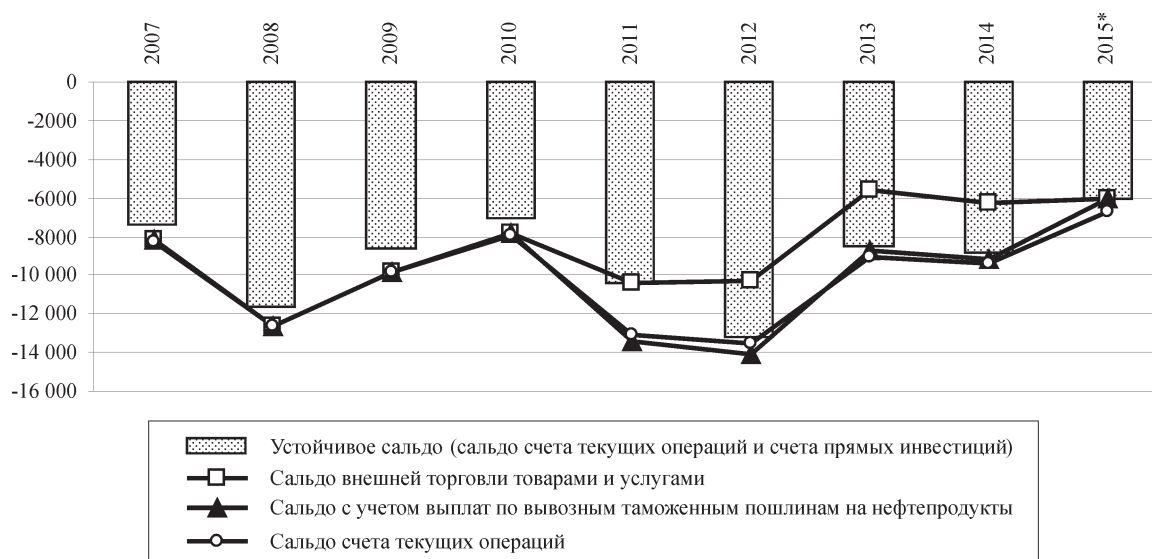


Рис. 8. Динамика основных показателей статистики платежного баланса Республики Беларусь с Российской Федерацией, 2007–2015 гг., млн долл. США\*.

\* Прогноз на 2015 г. по данным I полугодия. Сальдо внешней торговли товарами и услугами представлено с корректировкой на размер выплат вывозных таможенных пошлин на нефтепродукты в пользу Российской Федерации и без нее.

Источник. Построено по данным Национального банка Республики Беларусь. URL: <http://www.nbrb.by>

прямые инвестиции представляют собой устойчивый источник финансирования дефицитов счета текущих операций, благодаря чему показатель «устойчивое сальдо» можно трактовать как не покрытую прямыми иностранными инвестициями потребность в финансировании дефицитов платежного баланса.

Очевидно, что платежный баланс Республики Беларусь с Российской Федерацией является устойчиво дефицитным и требует постоянного привлечения внешнего финансирования. При этом внешнеторговый дефицит практически полностью определяет дефициты по счету текущих операций, а чистые притоки прямых иностранных инвестиций не позволяют компенсировать его.

Для того чтобы оценить значимость наблюдаемых дефицитов платежного баланса для внутреннего денежного обращения Беларуси, сопоставим их со среднегодовой величиной денежной базы (рис. 9).

На протяжении последних лет дефициты по счету текущих операций и «устойчивому сальдо» превышают среднегодовую денежную базу Беларуси в 2,5–5,0 раз, что является дополнительным свидетельством чрезвычайно высокой открытости экономики Беларуси по отношению к экономике России. В настоящее время, по дан-

ным Банка России, более 99% внешнеторгового оборота Беларуси с Россией обслуживается не в белорусских рублях, а в иностранных по отношению к экономике Беларуси валютах, преимущественно в российских рублях<sup>1</sup>. Благодаря этому наблю-

<sup>1</sup> Валютная структура расчетов за поставки товаров и оказание услуг по внешнеторговым договорам. Банк России. URL: [http://www.cbr.ru/statistics/credit\\_statistics/cur\\_str.xlsx](http://www.cbr.ru/statistics/credit_statistics/cur_str.xlsx)



Рис. 9. Динамика индексов превышения дефицитами платежного баланса Республики Беларусь с Российской Федерацией денежной базы Республики Беларусь, 2007–2015 гг.\*\*

\* Прогноз на 2015 г. по данным I полугодия.

\*\* Значения больше 1,0 означают, что дефицит платежного баланса больше денежной базы Республики Беларусь.

Источник. Построено по данным Национального банка Республики Беларусь. URL: <http://www.nbrb.by>

даемые дефициты платежного баланса не оказывают влияние на внутреннее денежное обращение Беларуси.

Однако в случае создания валютного союза с Россией ежегодные оттоки денежных средств из экономики Беларуси, обусловленные дефицитами платежного баланса, будут в несколько раз превышать их объем, необходимый для поддержания внутреннего денежного обращения. Объем ликвидной части денежной массы в экономике необходимо будет поддерживать за счет привлечения соответствующего объема внешних кредитов от эмиссионного центра валютного союза. В случае потери доступа к внешнему финансированию вероятно быстрое развитие кризиса ликвидности в экономике Беларуси.

Очевидно, что в случае, если в отсутствие инструментов валютной политики существующие внешнеэкономические дисбалансы будут нарастать, проблема ликвидности экономики Беларуси станет еще более актуальной. Как и в случае с потерей конкурентоспособности экспорта, недостаток ликвидности в белорусской экономике может в течение длительного времени скрываться активным привлечением иностранного капитала. Однако в такой ситуации национальная экономика становится уязвимой перед резкими оттоками иностранного капитала, которые могут обусловить еще более острый кризис ликвидности.

Таким образом, глубокие дисбалансы во внешнеэкономических отношениях Беларуси и России являются дополнительным фактором, повышающим вероятность развития кризисов ликвидности в экономике Беларуси в условиях валютной интеграции.

\* \* \*

Приведенные в статье аргументы не позволяют сделать однозначный вывод относительно целесообразности валютной интеграции в ЕАЭС для экономики Беларуси, независимо от формы реализации валютной интеграции.

С одной стороны, с учетом текущей структуры внешней торговли, правомерно ожидать, что валютная интеграция в ЕАЭС принесет определенные выгоды для экономики Беларуси, обусловленные фактичес-

кой фиксацией курса белорусского рубля к российскому рублю.

С другой стороны, следствием валютной интеграции в ЕАЭС станет нарастание проблем в области денежно-кредитного регулирования, связанных с потерей инструментов денежно-кредитной и валютной политики. Ввиду этого повышается вероятность развития финансовых кризисов, включая банковские кризисы, кризисы ликвидности, а также кризисы государственного долга. Необходимость противодействия им приведет к повышению зависимости от государств-кредиторов.

Обеспечение устойчивости валютного союза в ЕАЭС потребует разработки новых финансовых механизмов компенсации потери инструментов денежно-кредитной и валютной политики, не применявшихся в мировой практике до настоящего момента. Необходимым, но не достаточным условием успешной валютной интеграции является обеспечение равенства темпов инфляции во всех экономиках – участницах валютного союза.

Представляется целесообразным обеспечивать дальнейшее развитие сотрудничества в валютно-финансовой сфере ЕАЭС за счет расширения применения национальных валют во взаимных расчетах, развития финансовой инфраструктуры, постепенного снятия валютных ограничений, проведения совместных интервенций по поддержанию взаимных курсов валют. Переход на использование общей денежной единицы на настоящий момент представляется преждевременным.

## СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ (REFERENCES)

**Дробышевский С.М., Полевой Д.И.** 2007. Финансовые аспекты валютной интеграции на территории СНГ. Институт экономики переходного периода. *Научные труды*. № 109Р. Москва. 152 с. [Drobyshevskii S.M., Polevoi D.I. 2007. Financial Aspects of Monetary Integration in CIS. Institute for Economy in Transition. *Working Paper*. No 109R. Moscow. 152 p. (In Russ.)]

**Лузгина А.** 2015. Валютная интеграция: европейский аспект. *Банкаўскі вестнік*. № 4. С. 36–41. [Luzgina A. 2015. Monetary Integration: the European Aspect. *Bankauski vesnik*. No 4. P. 36–41. (In Russ.)]



**Одлинг-Сми Дж.** 2003. Валютный союз Беларуси и России: точка зрения МВФ. *Банкаўскі веснік*. № 12. С. 15–18. [Odling-Smee J. 2003. Monetary Union Between Belarus and Russia: an IMF Perspective. *Bankauski vesnik*. No 12. P. 15–18. (In Russ.)]

**De Grauwe P.** 2013a. The Political Economy of the Euro. *Annual Review of Political Science*. Vol. 16. P. 153–170.

**De Grauwe P.** 2013b. Design Failures in the Eurozone – can they be fixed? London School of Economics and Political Science. *«Europe in Question» Discussion Paper Series*. No 57/2013. London. 40 p.

**De la Dehesa G.** 2012. A Self-Inflicted Crisis? Design and Management Failures Leading to the Eurozone Crisis. Group of Thirty. *Occasional Paper*. No 86. Washington, D.C. 73 p.

**Filippeli Th.** 2011. Inflation Differentials in EMU: What Can We Learn from the Time Series Evidence? *Economics Bulletin*. Vol. 31. No 3. P. 2541–2548.

**Gulde A.M., Jafarov E., Prokopenko V.** 2004. A Common Currency for Belarus and Russia? *International Monetary Fund. Working Paper*. No 04/228. Washington, D.C. 33 p.

**Mundell R.** 2003. Currency Areas, Exchange Rate Systems, and International Monetary Reform. In: Salvatore D. et al. (ed.). *The Dollarization Debate*. Oxford: Oxford University Press. P. 17–45.

**Obstfeld M., Shambaugh J.C., Taylor A.M.** 2004. The Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility. Center for International and Development Economics Research. *Working Paper*. No 10396. Berkeley, California. 39 p.

**Winkler A., Mazzaferro F., Nerlich C., Thimann Ch.** 2004. Official Dollarisation/Euroisation: Motives, Features and Policy Implications of Current Cases. European Central Bank. *Occasional Paper Series*. No 11. Frankfurt-am-Main. 63 p.

In citation: *Belorusskii Ekonomicheskii zhurnal*. 2015. No 4. P. 84–100.

*Belarusian Economic Journal*. 2015. No 4. P. 84–100.

## MONETARY INTEGRATION IN THE EURASIAN ECONOMIC UNION: IMPLICATIONS FOR BELARUS'S ECONOMY

Alexander Vaitsiakhovich<sup>1</sup>

*Author affiliation:* <sup>1</sup>Belarus State Economic University (Minsk, Belarus).

*Corresponding author:* Alexander Vaitsiakhovich (avaitsiakhovich@yahoo.com).

**ABSTRACT.** The article discusses the prospects of monetary integration in the Eurasian Economic Union (EAEU) and its possible consequences for Belarus's economy. The main propositions of the modern theory of monetary integration considering the causes and effects of the recent sovereign debt crisis in the Eurozone are systematized. In particular, the article reasons the causality between the loss of monetary and exchange-rate instruments and sovereign debt accumulation. Revealed are the effects of the loss of monetary and exchange-rate instruments on Belarus' economy. The problem of liquidity of the national economy is highlighted in conditions monetary integration. The article concludes with suggestions whether involvement in monetary integration in the EAEU would be advisable for Belarus.

**KEYWORDS:** monetary integration, monetary union, monetary and foreign exchange policy, liquidity crunch, sovereign debt crisis.

**JEL-code:** E51, E58, E62, F33, F34, F36, H63.

*Received 14.10.2015*

