

Становление европейского Экономического и валютного союза в контексте теории оптимальных валютных зон

Аннотация. Статья посвящена ретроспективному анализу становления европейского Экономического и валютного союза с точки зрения учения об оптимальных валютных зонах. Объединение рассмотрено на соответствие таким критериям оптимальности, как гибкость цен и заработной платы, мобильность факторов производства, синхронизация экономических циклов, сближение фискальных систем и интеграция финансовых рынков стран-членов, а также наличие их политической воли. Определены положительные и отрицательные эффекты создания и функционирования валютного союза. Результаты анализа могут быть полезны при оценке реальности идей создания валютных союзов и введения единой валюты в других регионах.

Ключевые слова: валюта; интеграция; валютный союз; европейский Экономический и валютный союз; теория оптимальных валютных зон.

Abstract. The article is devoted to the retrospective analysis of formation of the European Economic and Monetary Union (EMU) in the context of the theory of optimum currency areas. EMU is checked for conformity with some criteria of optimality: price and wage flexibility, mobility of production factors, cyclical synchronization, gradual convergence of national fiscal systems and financial markets as well as respective political will of the member countries. Positive and negative effects of the establishment of a monetary union are described. The results can be useful for evaluation of similar initiatives in other regions.

Keywords: currency; integration; monetary union; the Economic and Monetary Union of the European Union (EMU); theory of optimum currency areas.



**Родичева
Юлия Сергеевна,**
студентка
Финансового университета
✉ rodichevajs@mail.ru

Современное развитие мировой экономики характеризуется противоречивыми тенденциями: наряду с глобализацией набирают силу процессы регионализации и международной экономической интеграции. Сближаясь с географическими соседями или стратегическими партнерами, страны создают

зоны свободной торговли, таможенные союзы, общие экономические пространства и общие рынки, экономические и валютные союзы. Конечно, сегодня большинство таких соглашений закрепляет лишь начальную степень интеграции, а именно зоны свободной торговли. Немногие из подобных инициатив достигли такого уровня развития, которого достиг европейский Экономический и валютный союз (ЭВС) – без сомнения, это один из самых интересных и успешных примеров региональной интеграции. Сегодня доля еврозоны в мировом ВВП составляет 12,1%, что в терминах данного показателя делает ее второй экономикой мира после США (16,1%) [1, с. 62].

Европейские страны стали задумываться о создании Экономического и валютного союза в конце

Научный руководитель: **Пищик В.Я.**, доктор экономических наук, профессор кафедры «Мировые финансы».

1960-х, когда отзвуки кризиса Бреттон-Вудской системы начали отражаться на динамике курса национальных валют некоторых членов Европейского экономического сообщества (ЕЭС). В данной работе автор предлагает рассмотреть процесс развития европейского ЭВС в период с 1957 (подписание Римского договора) по 1999 г. (введение евро в безналичный расчет, фактически положившее начало функционированию валютного союза) с точки зрения теории оптимальных валютных зон (ОВЗ)¹. Проведенный в работе анализ опыта формирования объединения может быть полезен при оценке реальности идей создания валютных союзов и введения единой валюты в других регионах, в том числе на пространстве Восточноафриканского сообщества (ВАС) и Евразийского экономического союза (ЕАЭС).

Учение ОВЗ зародилось в 60-х гг. XX в. на фоне исследований разнообразных режимов валютных курсов и интенсификации интеграционных процессов. Специалисты Европейского центрального банка (ЕЦБ) выделяют четыре основных этапа развития теории ОВЗ (табл. 1). Учение сочетает два подхода: традиционный и альтернативный [2, с. 10]. Если традиционный подход сосредотачивает усилия исследователя на поиске таких экономических характеристик, которые смогли бы выступить в качестве критериев оптимальности, то альтернативный подход в первую очередь предполагает выявление и сопоставление выгод и издержек, возникающих при создании валютного союза. Постараемся объединить обе точки зрения и выработать суждение об оптимальности европейского ЭВС, рассматривая процесс его становления.

Одним из основоположников теории ОВЗ считается Роберт Манделл. Развивая идеи М. Фридмана об особенностях использования различных режимов валютного курса при ригидных и гибких ценах и заработных платах, в 1961 г. ученый ввел в научный оборот сам термин «оптимальная валютная зона» и сформулировал первые критерии оптимальности [4]:

1. *Гибкость уровней номинальных цен и заработных плат.* Гибкость цен можно трактовать

¹ *Оптимальная валютная зона (ОВЗ)* – регион, в пределах которого могут быть установлены фиксированные обменные курсы валют при сохранении их котировок к валютам стран других регионов, а в отдельных случаях, когда это связано с уменьшением расходов, может быть использована единая валюта.

как их изменчивость под влиянием меняющихся на рынке величин спроса и предложения [5]. Интересно, что за период с 1961 по 1996 г. между 11 странами Европы увеличилась ценовая конвергенция, а к 1999 г. инфляция в еврозоне (состоявшей на тот момент из 11 стран) достигла минимального значения за 30 лет [6, с. 10]. Увеличение ригидности номинальных цен, наблюдающееся на практике по мере движения к валютному союзу, может быть связано с усилением торговых связей внутри объединения и исключением влияния обменных курсов на экономические отношения стран [7, с. 9]. Под «гибкостью заработной платы» понимается степень ее эластичности по структуре спроса и предложения на рынке труда, уровню безработицы и цен.

Контроль роста заработной платы через трехсторонние соглашения, ставший во второй половине 1990-х одной из черт политики некоторых стран Европы, борющихся с инфляцией заработной платы, привел к снижению уровня заработка (в Германии, Франции – около 15–25% рабочих) и мобильности труда (поскольку различия в уровнях заработка между секторами экономики и регионами были сглажены). Конкурентоспособность фирм была под угрозой из-за медленного приспособления зарплат к условиям трудового рынка. О ригидности номинальных заработных плат позволял судить и тот факт, что доля рабочих с постоянным уровнем номинальной заработной платы была больше в тех странах, где меньше доля испытывавших снижение оплаты труда [8, с. 216]. В качестве одного из способов урегулировать ситуацию предлагался мониторинг соответствия уровня оплаты труда уровню производительности труда по странам. В целом же, нельзя сказать, что к моменту введения евро в безналичный расчет страны Европы абсолютно соответствовали первому критерию Р. Манделла.

2. *Мобильность факторов производства.* Составленный в 1970 г. «план Вернера»²

² «План Вернера» (1970) предусматривал создание Экономического и валютного союза в Европе за 10 лет в три этапа. План предусматривал достижение полной свободы перемещения денег и капитала внутри ЕЭС, конвертируемость валют и фиксацию обменных курсов, а потенциально – и введение единой валюты. Неофициальное название дано документу по имени премьер-министра Люксембурга того времени Пьера Вернера, возглавлявшего экспертную группу по разработке плана.

Этапы развития теории ОВЗ

№	Фаза развития теории	Период	Содержание
1	Новаторские исследования (<i>pioneering phase</i>)	Конец 1950-х – 1960-е гг.	<ul style="list-style-type: none"> • Формулирование понятия «оптимальная валютная зона» • Разработка критериев оптимальности
2	Согласование результатов и альтернативный подход (<i>costs-benefits phase</i>)	1970-е гг.	<ul style="list-style-type: none"> • Попытка «примирения» противоречащих суждений о критериях оптимальности, выработки согласованного мнения • Акцент на выявление, систематизацию и сопоставление преимуществ и недостатков введения единой валюты
3	Переоценка теории ОВЗ (<i>reassessment phase</i>)	1980-е – начало 1990-х гг.	<ul style="list-style-type: none"> • Переоценка негативных последствий создания валютного союза и потери контроля над движением валютного курса • Формулирование «новой теории», иные взгляды на эффективность монетарной политики, фактор инфляции, рынок труда
4	Эмпирические исследования (<i>empirical phase</i>)	Начало 1990-х – наши дни	<ul style="list-style-type: none"> • Исследования на основе эмпирических данных с применением инструментов математического, статистического и эконометрического анализа

Источник: составлено автором на основе [3].

скромно оценивал мобильность факторов производства внутри объединения. Для обеспечения свободного перемещения труда и капитала требовались грамотная региональная и структурная политика ЕЭС, координация политики занятости, интеграция финансовых рынков [9, с. 20]. Единый европейский акт, подписанный в 1986 г., закрепил цель построения рынка без внутренних барьеров, в том числе и для факторов производства. Обязательство снять ограничения по движению капитала между странами-членами и по отношению к третьим странам было закреплено в Маастрихтском договоре, вступившем в силу в 1993 г. К 1996 г. представители бизнеса оценивали свободу движения капитала в объединении на 8,5 из 10 баллов [10, с. 93]. Невысока была и мобильность труда: к 1999 г. доля европейцев, ставших резидентами другого государства-члена, не превышала 1,5% населения [6, с. 18]. Причины крылись в сложности сохранения права социальной защиты и пенсионной страховки при смене места работы, неудовлетворительном взаимном признании профессиональной квалификации работников, избыточной плате за получение статуса резидента.

Повысить мобильность трудовых ресурсов были призваны меры, содержащиеся в периодически выпускаемых Директивах о занятости. Эксперты ОЭСР предлагали улучшить мобильность труда путем реформирования жесткого регулирования торгового рынка, присущего некоторым странам объединения. Развивая теорию ОВЗ, последователи Манделла обозначили ограничения предложенного критерия оптимальности: мобильность труда помогает сгладить асимметричные шоки, возникающие на постоянной основе (изменение потребительских предпочтений), но не временные асимметричные шоки (жители не станут перемещаться вслед за каждым незначительным изменением конъюнктуры).

3. *Синхронизация экономических циклов.* Такое условие стало важным критерием оптимальности валютной зоны, поскольку участники интеграционного образования передают определение денежно-кредитной политики в руки наднационального органа. Нелегко решать разнородные экономические проблемы группы стран с помощью единого инструмента: манипуляции с процентной ставкой и валютным курсом в рамках общей монетарной политики эффективны лишь в случае симметричного шока.

Маастрихтские критерии

Что измеряется	Ценовая стабильность	Достаточные государственные финансы	Устойчивые государственные финансы	Продолжительность процесса конвергенции	Стабильность обменного курса
С помощью чего измеряется	Уровень инфляции потребительских цен	Дефицит государственного бюджета, % к ВВП	Государственный долг, % к ВВП	Долгосрочная процентная ставка	Отклонение от центрального курса
Критерий конвергенции	Не должен более чем на 1,5% превышать среднее из трех самых низких значений инфляции среди стран-членов	Референтное значение: не более 3%	Референтное значение: не более 60%	Не должна более чем на 2% превышать среднее из уровней трех стран-членов, наиболее преуспевающих в сфере обеспечения ценовой стабильности	Как минимум двухлетнее участие в <i>ERM II</i> без значительных колебаний

Источник: составлено автором по [13].

«План Делора»³ 1989 г. отразил стремление стран сообщества достичь синхронизации с помощью улучшения конкуренции, структурной и региональной политики, макроэкономической политики. Наднациональное стимулирование конкуренции включало в себя новые аспекты антitrustового законодательства, регулирование слияний и поглощений, ограничение государственного субсидирования отдельных отраслей. Ориентируясь в структурной и региональной политике на помощь «бедным» районам периферии, в 1988 г. Европейский совет инициировал удвоение размера структурных фондов к 1993 г., переход от проектного к программному финансированию, новые методы взаимодействия Сообщества и регионов-реципиентов [11, с. 18–19].

³ «План Делора» (1989) предусматривал создание Экономического и валютного союза в три этапа: 1) 1 июля 1990 г. – 31 декабря 1993 г.; 2) 1 января 1994 г. – 31 декабря 1998 г.; 3) 1 января 1999 г. – 2002 г. В качестве целей были названы полная либерализация движения капиталов, полная интеграция финансовых рынков, а также полное и необратимое преобразование всех валют на базе фиксированных валютных паритетов. Неофициальное название дано документу по имени французского политического деятеля, председателя Европейской комиссии 1985–1995 гг. Жака Делора, возглавлявшего экспертную группу по разработке плана.

Усиление координации макроэкономической политики государств, необходимой для «выравнивания» развития различных регионов, выразилось в пересмотре Решения о конвергенции 1974 г. Итог пересмотра – формирование комплексной системы надзора с целью обеспечения ценовой стабильности, устойчивых государственных финансов, платежных балансов [12, с. 42]. Формализацией процесса экономической конвергенции стали и известные Маастрихтские критерии, соблюдение которых стало обязательным условием вступления в европейский ЭВС (табл. 2).

К 1999 г. данным критериям удовлетворяли 14 стран. Однако Дания, Швеция и Великобритания отказались от присоединения к валютному союзу. Чуть позже в состав еврозоны вошла Греция, и в наличный расчет евро был введен уже на территории 12 стран. Сегодня доподлинно известно, что греческое правительство фальсифицировало статистические данные – на тот момент Греция все же не соответствовала Маастрихтским критериям. Это добавило глубины современным кризисным явлениям и дисбалансам в зоне евро. Впрочем, в целом некоторая степень синхронизации бизнес-циклов стран европейской интеграции все же была достигнута: так, за период 1979–1999 гг. заметно уве-

личились взаимозависимость торговли, объемы внутриотраслевой торговли, прямых иностранных инвестиций (ПИИ) и финансовых операций.

Любопытно упомянуть о критике данного критерия оптимальности. Особенно запоминающиеся доводы высказал Пол Кругман в 1991 г. Ученый утверждал, что желанная свобода торговли в масштабах объединения на практике неизбежно ведет к концентрации производства в отдельных, более благоприятных регионах, что только усугубляет асимметричность экономических шоков, а значит, необходимая степень экономической синхронизации в валютном союзе может стать недостижимой. Однако в качестве аргумента в защиту первоначального тезиса научное сообщество использует тот факт, что такие «более благоприятные регионы» могут включать территорию нескольких стран [14, с. 26].

Р. Манделл был не единственным ученым, посвятившим свои труды поискам критериев оптимальности валютных зон. Так, в 1969 г. другой исследователь, П. Кенен, сформулировал следующее условие оптимальности: *сближение фискальных систем государств*, в абсолютном случае стремящееся к полной интеграции. Базовая идея заключается в том, что консолидация существенной части национальных бюджетов в общий бюджет союза позволила бы эффективнее перераспределять ресурсы между странами-членами, сглаживая неравномерно возникающие на рынках шоки.

Важно отметить, что в процессе становления европейского ЭВС фискальная политика всегда оставалась в компетенции национальных правительств, этот принцип соблюдается и сегодня (ведь страны и так лишены возможности проведения собственной монетарной политики, передача налогово-бюджетных инструментов на наднациональный уровень поставила бы вопрос о суверенитете страны). В то же время государства признают необходимость ее координации. Уже знакомый нам «план Вернера» предусматривал гармонизацию бюджетной политики в части балансирования общих денежных поступлений и расходов, распределения последних на инвестиции и потребление, сроков представления и принятия предложений по бюджету. Планировались создание общей системы НДС и стандартизация ставок прямых налогов, непо-

средственно влияющих на мобильность капитала [9, с. 19].

Не все цели были достигнуты сразу: составленный почти через 20 лет «план Делора» указывал на сохраняющиеся дисбалансы бюджетных позиций стран. Документ обозначил следующие обязательные правила фискальной политики:

- установление верхних пределов для дефицита государственного бюджета (позже эта идея преобразовалась в один из Маастрихтских критериев: «дефицит государственного бюджета не должен превышать 3% ВВП к концу финансового года»);
- исключение эмиссионного финансирования и доступа к прямым кредитам центрального банка;
- ограничение внешнего заимствования в валютах, не являющихся национальными для стран – членов Сообщества.

Серьезность намерений стран координировать фискальную политику нашла отражение в Пакте стабильности и роста, в котором, помимо прочего, были прописаны порядок анализа причин возникновения чрезмерного бюджетного дефицита и санкции за невыполнение норм в рамках Процедуры по чрезмерному дефициту (1999).

Критика данного критерия оптимальности валютной зоны выражена в следующем тезисе: региональные трансферты из объединенного, общего бюджета стран-членов эффективны лишь в случае борьбы с временными шоками. Очевидно, что постоянное «переливание» средств из более зажиточных регионов в отстающие рано или поздно вызовет новые политические проблемы [14, с. 208].

Современное развитие европейской интеграции подсказывает нам: вероятность объединения национальных бюджетов стран еврозоны в общий бюджет крайне мала. Впрочем, это не мешает странам координировать фискальную политику – более того, в связи с кризисом суверенных долгов необходимость такой координации существенно возросла.

Еще один критерий оптимальности, достойный рассмотрения, был предложен экономистом Дж. Ингрэмом (1969): *интеграция финансовых рынков*. Логика размышлений ученого была следующей: если субъект валютной зоны,

Основные эффекты создания и функционирования валютного союза

Преимущество	Недостаток
Повышение предельной полезности денег и прозрачности цен, ценовой стабильности	Ограничение денежно-кредитного суверенитета и сужение инструментария государственной политики в отношении стабилизации макроэкономики
Укрепление национальных рынков, увеличение объемов взаимной торговли	Разнонаправленная реакция национальных экономик на меры мегарегуляторов
Снижение инвестиционных рисков и стоимости заимствований	Распространение негативных эффектов отдельной страны на «товарищей» по объединению
Исключение рисков, возникающих из-за разницы обменных курсов валют	Высокие административные расходы на содержание наднациональных институтов
Сокращение транзакционных издержек (ожидался положительный эффект в размере 0,5–1% ВВП объединения, или порядка 40 млрд долл. США в год) [6, с. 12]	тенсифицировали конвергенцию финансовых рынков, что подтверждается и статистикой. Так, за период с 1993 по 1999 г. разница процентов по 10-летним государственным облигациям стран еврозоны в отношении к немецким 10-летним облигациям (так называемым бундам) сократилась практически до нуля [15, с. 9–10] (хотя в наши дни колебания все же наблюдаются, и облигации стран нельзя считать идеальными субститутами). По некоторым данным, уже с начала 1980-х доходы по акциям стали ощутимо зависеть от общеевропейских экономических шоков, а инвесторы стали хранить большую долю своих средств в активах, происходящих из иного государства-участника. Однако оставались и нерешенные проблемы: по-прежнему ощутимые издержки трансграничной торговли, расхождения в функционировании расчетных систем.
Снижение степени подверженности Сообщества внешним шокам	
Эффективное распределение ресурсов	

Источник: составлено автором.

переживающий рецессию, получит доступ к дешевым финансовым ресурсам других стран объединения, то макроэкономическое равновесие восстановится довольно быстро (как мы видим, условие перекликается с одним из рассмотренных ранее критериев оптимальности, предложенных Р. Манделлом).

Немало по интеграции финансовых рынков было предложено в «плане Вернера». Это были не только межправительственные консультации, но и меры «технической» гармонизации, такие как унификация механизмов защиты прав держателей ценных бумаг. Одной из важнейших целей стало обеспечение свободного и равного допуска на национальные фондовые биржи тех ценных бумаг, которые были выпущены в другой стране объединения. Кроме того, предлагалось установить некий лимит (повышающийся по мере открытия национальных финансовых рынков), до которого выпуски облигаций, произведенные резидентом другого государства-участника с целью средне- и долгосрочного финансирования инвестиций, разрешались без административных или валютных ограничений [9, с. 20].

Наряду с институциональными преобразованиями, эти мероприятия действительно ин-

тегрировали конвергенцию финансовых рынков, что подтверждается и статистикой. Так, за период с 1993 по 1999 г. разница процентов по 10-летним государственным облигациям стран еврозоны в отношении к немецким 10-летним облигациям (так называемым бундам) сократилась практически до нуля [15, с. 9–10] (хотя в наши дни колебания все же наблюдаются, и облигации стран нельзя считать идеальными субститутами). По некоторым данным, уже с начала 1980-х доходы по акциям стали ощутимо зависеть от общеевропейских экономических шоков, а инвесторы стали хранить большую долю своих средств в активах, происходящих из иного государства-участника. Однако оставались и нерешенные проблемы: по-прежнему ощутимые издержки трансграничной торговли, расхождения в функционировании расчетных систем.

Наконец, вспомним еще об одном очевидном критерии оптимальности – политическая воля стран, их желание и готовность сотрудничать при создании валютной зоны или валютного союза. К этому выводу приходили многие экономисты, от «классика» теории Р. Манделла до, например, Н. Минца (1970). Во всех документах, содержащих важнейшие принципы развития европейской интеграции по пути к валютному союзу, отражена политическая решимость стран, а во многих – стремление в конечном итоге ввести именно наднациональную единую валюту объясняется желанием закрепить необратимость процессов интеграции.

Обратимся к методам альтернативного подхода теории ОВЗ, обобщив плюсы и минусы оформ-

ления валютного союза для стран Европы (табл. 3). Отметим, что для достижения положительных эффектов нужна достаточная степень конвергенции экономик, которая описывается в том числе проанализированными нами условиями оптимальности. А если она не будет достигнута, то увеличится количество отрицательных эффектов.

Подведем итог ретроспективного анализа становления европейского ЭВС в контексте теории ОВЗ. К началу XXI в. страны, стремившиеся создать валютный союз в рамках европейской интеграции, в целом имели предпосылки для этого решительного шага благодаря достигнутой мобильности капитала и интенсивному взаимодействию финансовых рынков. Не до конца решенными оставались вопросы ригидных цен и заработных плат, обеспечения мобильности труда, синхронизации бизнес-циклов и координации фискального регулирования. В наши дни эти трудности превратились в серьезные проблемы еврозоны, отчасти поставив вопрос о ее оптимальности как валютной зоны: разные уровни конкурентоспособности стран «ядра» и «периферии», дисбалансы внешнего финансирования, гетерогенность фискальных политик, по-прежнему низкая мобильность труда и недостаточная гибкость цен.

Стоит отметить, что формирование европейского ЭВС не окончено: в июне 2015 г. была озвучена новая концепция развития, подразумевающая создание взаимосвязанных «четырёх союзов» до 2025 г.: банковского союза, союза рынка капиталов, фискального союза и полноценного экономического союза. Создание валютного союза принесло как плюсы, так и минусы, но объединение может функционировать успешно при условии грамотной координации экономической политики и, что очень важно, политической солидарности входящих в него стран.

Литература

1. Звонова Е.А., Ершов М.В., Кузнецов А.В. [и др.]. Реформирование мировой финансовой архитектуры и российский финансовый рынок: монография [Текст] / под ред. Е.А. Звоновой. М.: РУСАЙНС, 2016. 430 с.
2. Дробышевский С.М., Полевой Д.И. Проблемы создания единой валютной зоны в странах СНГ [Текст]. М.: ИЭПП, 2004. 110 с.

3. Mongelli F. New Views on the Optimum Currency Area Theory: What is EMU Telling Us? [Electronic resource] // ECB Working Paper. 2002. No. 138. 53 p.
4. Mundell R. A Theory of Optimum Currency Areas [Text] / R. Mundell // American Economic Review. 1961. Vol. 51, no. 4. P. 657–665.
5. Словарь бизнес-терминов. Академик.ру. 2001 [Электронный ресурс]. URL: <http://dic.academic.ru> (дата обращения: 30.03.2016).
6. OECD publications. EMU: Facts, Challenges and Policies, 1999 [Electronic resource]. URL: <http://www.oecd.org/eo/outlook/1889925.pdf> (дата обращения: 30.03.2016).
7. Burda M.C. European labour markets and the euro: how much flexibility do we really need? [Electronic resource] // European network of economic policy research institutes. 2001. Working paper. No. 3. 33 p. URL: <https://www.ciaonet.org/attachments/2293/uploads> (дата обращения: 30.03.2016).
8. European Commission. The EU economy: 2003 review [Electronic resource] // European Economy. 2003. No. 6. 729 p. URL: http://ec.europa.eu/internal_market/capital/docs/europeaneconomy_en.pdf (дата обращения: 30.03.2016).
9. European Commission. «Werner Report» [Electronic resource]. URL: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication6142_en.pdf (дата обращения: 30.03.2016).
10. European Commission. Capital market liberalization [Electronic resource] // The Single Market Review. 1997. Vol. 5. 184 p. URL: <http://bookshop.europa.eu/ga/capital-market-liberalization-pbC16996005> (дата обращения: 30.03.2016).
11. European Commission Website. Report on economic and monetary union in the European Community (“Delors Report”) [Electronic resource]. URL: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication6161_en.pdf (дата обращения: 30.03.2016).
12. Smits R. The European Central Bank, Institutional Aspects [Text]. Kluwer Law International, 1997. 570 p.
13. European Commission [Electronic resource]. URL: http://ec.europa.eu/economy_finance/euro/adoption/who_can_join/index_en.htm (дата обращения: 30.03.2016).
14. De Grauwe P. Economics of Monetary Union 10th edition [Text]. Oxford University Press, 2014. 267 p.
15. Jappelli T., Pagano M. Financial market integration under EMU [Electronic resource] // European Commission Economic Papers. 2008. No. 312. URL: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication12323_en.pdf (дата обращения: 30.03.2016).