

Світлана ГАЛЕЩУК

## **ПРОБЛЕМИ ВИКОРИСТАННЯ КОЛЕКТИВНИХ ВАЛЮТ У КОНТЕКСТІ РЕГУЛЮВАННЯ ВАЛЮТНОГО КУРСУ І ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ СТАБІЛЬНОСТІ ЄВРОЗОНИ**

---

---

*Розглянуто особливості створення валютних союзів, переваги та недоліки колективних валют. Здійснено аналіз монетарних важелів впливу на подолання негативних явищ на фінансовому ринку євросони. Досліджено основні проблеми, що супроводжують розвиток Європейського валютного об'єднання протягом останніх років.*

---

---

Інтеграційні процеси ХХ–ХХІ століть загалом супроводжувалися створенням певних регіональних об'єднань з вільним економічним простором. Найбільш показовим у даному контексті стало створення Європейського союзу (далі – ЄС), внутрішній устрій якого майже стирає кордони між країнами. Для посилення інтеграційних процесів у 1999 р. в безготівковий обіг було введено євро як спільну грошову одиницю 11 країн-учасниць ЄС, що ознаменувало створення європейської валютної зони. Проте євросона – це об'єднання держав з різним економічним розвитком, фінансовими системами, потребами монетарного та фіскального регулювання, різноманітним ментальностей, що призводять до появи негативних тенденцій в економічному розвитку об'єднання. Тому актуальним на сьогодні є детальний аналіз негативних тенденцій на фінансовому ринку євросони протягом останніх років.

Питання використання колективних валют досліджували вітчизняні та зарубіжні науковці, серед яких А-М. Гульде [3], Дж. Ховкінс та П. Масон [5], В. Грубер та П. Кармін [6], Р. Госк [8], Т. Смовженко

та З. Лапішко [9], М. Стросс-Кан [10]. Але у їхніх працях розглядаються зазвичай окремі аспекти діяльності Європейського центрального банку (далі – ЄЦБ) на валютному ринку, причому недостатньо уваги приділено особливостям формування економічних відносин протягом останніх років. Тому дослідження монетарної політики у євросоні потребує подальшого наукового аналізу.

Метою статті є обґрунтування теоретичних основ реалізації валютної політики Європейського центрального банку, аналіз практики використання різних її інструментів для стабілізації обмінного курсу євро в період кризових явищ на фінансовому ринку. Для досягнення поставленої мети передбачено постановку, формулювання і вирішення наступних наукових і практичних завдань:

1) висвітлити сутність поняття колективної валюти та особливостей її функціонування, визначити основні форми здійснення валютного регулювання;

2) обґрунтувати та визначити роль і місце ЄЦБ в системі формування валютних відносин в євросоні;

3) проаналізувати розвиток валютних відносин в країнах ЄС та на основі цього зробити висновки про напрями удосконалення інструментів монетарної політики ЄЦБ.

Для дослідження проблем та перспектив євро, на нашу думку, треба визначити поняття валютних об'єднань та основних умов їх утворення. Так, комітет статистики платіжного балансу МВФ наводить наступну дефініцію: валютний союз – це угода між учасниками цього союзу (державами або іншими правовими утвореннями) про використання спільної валюти та єдиної монетарної і курсової політики [1].

Т. Бейомі у своїй праці, присвяченій дослідженню оптимальних моделей валютних зон, опирається на твердження лауреата Нобелівської премії 1999 р. Р.-А. Манделла про те, що учасники валютних об'єднань мають приймати рішення, або проводити спільний режим фіксованого курсу власних валют, або прийняти колективну валюту, підтримуючи її гнучкий режим відносно інших світових валют [2]. Анна-Марія Гульде в дослідженні спільної валютної політики країн-учасників колишньої франко-зони визначає валютну зону як інтеграційне об'єднання країн з утворенням спільного центрального банку, що здійснює випуск єдиної для учасників грошової одиниці [3]. І. Комарницький наводить таке визначення: валютна зона – це об'єднання численних і різних за рівнем економічного розвитку держав у більш чи менш єдине валютне угруповання, зумовлене тісними економічними, а інколи й політичними зв'язками у вигляді єдиного валютно-фінансового режиму та однакової, в основному, системи валютних обмежень [4, 115].

Проаналізувавши вищезазначені визначення, виведемо особливості, характерні для валютних зон:

1. Наявність скоординованої валютної політики, збудованої за однією з 2-х моделей:

а) дотримання центральними банками країн-учасниць монетарної політики, спрямованої на досягнення цілей укладеної угоди;

б) створення центрального банку валютного об'єднання, який провадить єдину монетарну політику для всіх країн-учасниць зони.

2. Підтримка усіма учасниками валютної зони твердих курсів своїх валют відносно основної валюти або випуск спільної грошової одиниці.

3. Єдина система монетарних та фіскальних обмежень.

Джон Ховкінс та Пол Массон, економісти МВФ, зосереджують увагу на наступних перевагах колективних валют:

1. Посилення незалежності монетарної політики та пошук раціонального збалансування фіскальної діяльності окремих країн і грошово-кредитної політики валютної зони, чому сприяє передача основних функцій центральних банків окремих країн спільному регулятору. Брак такої незалежності призводить до використання центрального банку урядом для прямого фінансування бюджету держави, а з тим – до коливань курсу національної валюти.

2. Розвиток фінансових ринків, їх зростання та збільшення ліквідності, що перетворюється у можливість для комерційних банків окремих країн залучити більше ресурсів, розпочинати інтернаціональну діяльність та отримувати додаткові переваги у вигляді економії від масштабу.

3. Зростання можливостей залучення іноземного капіталу та зменшення загальних ризиків країни.

4. Покращення торгового балансу за рахунок збільшення експорту в країни-члени колективної валютної зони завдяки спрощенню розрахунків між торговими партнерами [5].

БАНКІВСЬКА СИСТЕМА І МОНЕТАРНА ПОЛІТИКА

Водночас хочемо відзначити і недоліки від участі в спільних валютних зонах, через які виникає чимало дисбалансів не лише в економічній системі певної країни, а й у структурі самих об'єднань:

1. Необхідність дотримання дисципліни у фінансовій політиці: країни, які хочуть створити валютну зону, мають бути впевненими у тому, що виконають усі критерії участі. Цей фактор обмежує діяльність і незалежність урядів держав та має негативний вплив при зниженні ділової активності під час циклічних коливань економіки.

2. Проблеми одного із членів валютної зони можуть спровокувати "кризову" хвилю

в усьому валютному союзі та спричинити коливання курсу єдиної валюти.

Дослідження закордонних економістів об'єднаємо у табл. 1, порівнюючи різні підходи. Відповідно до поданих результатів можна простежити, під яким кутом зору кожен з авторів розкриває "за" та "проти" створення колективних валют. Так, В. Грубер та П. Кармін зосереджуються на перевагах у зовнішній торгівлі, що позитивно впливають на платіжний баланс кожної країни і, як наслідок, на динаміку курсу колективної валюти [6]. При цьому названі економісти разом із Дж. Ямоте та П. Содсрвібуном звертають увагу на внутрішні ризики, які в довгостроковій перспективі можуть призвести до

Таблиця 1

**Висвітлення ефекту створення валютних об'єднань у дослідженнях зарубіжних економістів**

Показники	В. Грубер та П. Кармін (2007)	К. Декресін і Р. Ставр'юв (2009)	Дж. Чоунг (2010)	Дж. Ямоте, П. Содсрвібун (2010)	Коске (2010)
<b>ВВП</b>	Збільшення	Збільшення	Збільшення	Збільшення	
<b>Відкритість економіки</b>	перевага: покращується торговий баланс країни				недолік: сприяє зростанню чутливості до зовнішніх шоків
<b>Фінансові обмеження та збалансування бюджету</b>	перевага: сприяє збалансованому розвитку економіки	перевага: фінансова політика підпорядковується загальній монетарній			недолік: негнучкість фінансового процесу
<b>Поглиблення фінансової інтеграції</b>	перевага: відкриває нові можливості для залучення капіталу		перевага: можливість фінансовим установам вийти на нові ринки		перевага: створення єдиного високорозвинутого фінансового ринку
<b>Якість інституціональних перетворень</b>	недолік: єдині органи монетарного регулювання не націлені на врахування національних особливостей			переваги: зростання рівня незалежності основних інституцій монетарної політики	
<b>Стійкість до структурних реформ</b>	недолік: неможливість здійснення позитивних структурних перетворень всередині держави			недолік: стійкість до адаптації до змін на зовнішніх ринках	

структурних дисбалансів у валютній зоні [7]. Р. Коске робить наголос на розриві у часі різних фаз циклу в окремих країнах, що несе в собі загрозу асиметрії розвитку країн-учасників ринку, яка може спричинити розпад валютної зони, незважаючи на єдині підходи у монетарній політиці [8].

Щодо створення єдиної валютної зони євро, то тут серед основних переваг економісти відмічають спрощення системи зовнішньої торгівлі. Країни ЄС втрачали від 15 до 30 млрд. дол. США щороку внаслідок використання великої кількості національних валют на досить обмеженому торговельному просторі. Наступним позитивним ефектом є посилення конкуренції, продиктоване обмеженням різниці в цінах на ідентичні товари та послуги в країнах ЄС. Нульовий валютний ризик, а саме фінансовий паритет, став економічним стимулом для стримування зростання цін в єврозоні, а також вплинув на розміри чистого прибутку компаній і фірм, спонукаючи їх підвищувати власну конкурентоспроможність.

Низькі процентні ставки особливо на короткострокові кредити значно розширили можливості для інвестицій, а їхня ефективність зросла як для країн-членів Європейського валютного союзу (далі – ЄВС), так і для іноземних інвесторів. Цінні папери, деноміновані в євро, за умов стабільної макроекономічної ситуації в довгостроковому періоді можуть бути привабливішими для інвесторів і успішно конкурувати із фінансовими інструментами США.

Із запровадженням євро інвестори країн ЄВС, щоб забезпечити диверсифікацію своїх портфелів у регіональному розрізі, почали більше орієнтуватися на ринки США, Японії, а також країн, що розвиваються. У “зустрічному напрямку” свої активи формували “зовнішні” щодо ЄВС інвестори [9, 204].

Для ефективного утворення валютних зон необхідна взаємна координація моне-

тарної та фіскальної політики країн-учасниць, що забезпечується дотриманням критеріїв конвергенції, до яких зазвичай відносять обмеження інфляції на рівні фіксованих значень або визначення межі інфляції, яка для даного регіону є допустима для контролювання з боку центрального банку. Така межа встановлюється на основі інтегральної оцінки дохідності довгострокових державних облігацій та коливань валютного курсу (табл. 2).

Важливим є критерій, що базується на можливості підтримки курсу національної валюти в межах дозволеної маржі. Такий інструмент виправданий з огляду на необхідність формування підґрунтя адекватних валютних відносин у монетарному союзі [10].

Але нестабільність на фінансових ринках та різновекторність бюджетної політики країн єврозони підкреслили недоліки колективної валюти і продемонстрували необхідність поглиблення координації фіскальної політики країн-учасниць валютної системи.

Розвиток кризових явищ в європейській економіці відбувався з відставанням від США. Це сприяло позитивним прогнозам щодо стабільності євро, яке називали найнадійнішою резервною валютою у 2009 р., хоча середньострокових гарантій стійкості колективної валюти експерти не давали. Коли кризові явища на фінансових ринках загострилися, країни єврозони, на відміну від США, обрали консервативну політику боротьби з нестабільністю: замість покриття бюджетних дефіцитів за рахунок емісії євро вони перейшли до жорсткої економії і підняття розміру податків для населення. У 2009–2010 р. у країнах єврозони спостерігався значний спад сукупного попиту, з'явилися ознаки перевиробництва у промисловості. Населення єврозони зіткнулося з падінням реальних доходів, зростанням безробіття і поширенням неповної зайнятості. За підсумками 2010 р. рівень безробіт-

Таблиця 2

Критерії конвергенції в регіональних валютних союзах

Валютні союзи	Інфляція	Фіскальні критерії			Інші критерії
		Дефіцит бюджету	Суверенний борг	Приріст державного доходу	
<b>1. Діючі:</b>					
Єврозона	1,5-3%	<3%	<60%		Участь у ERM II – системі прив'язки обмінних курсів грошових одиниць країн-учасниць ЄС, які не належать до єврозони. Дохідність довгострокових облігацій не має перевищувати 2% відповідного середнього показника 3-х країн єврозони з найнижчим рівнем інфляції.
<b>2. У процесі створення:</b>					
Західна Африка (WAEMU)	<3%	0	<70%	>17%	Дефіцит торгового балансу не більше 3% ВВП; витрати на утримання держслужбовців не більше 35% держбюджету.
Центральна Африка	<3%	0	<70%	>17%	Дефіцит торгового балансу не більше 3% ВВП; витрати на утримання держслужбовців не більше 35% держбюджету.
<b>3. Пропозиції створення:</b>					
Західна Африка (ECOWAS)	<5%	<4%	<50%		Обсяг золотовалютних резервів > 6-місячного обсягу імпорту, фінансування державного боргу центральним банком не більше 10% надходжень від податків.

тя в середньому у єврозоні становив понад 10% від працездатного населення.

Для подолання волатильності колективної валюти Європейський центральний банк здійснив низку нетрадиційних для його політики монетарних заходів, що несли позитивний ефект на стабільність курсу євро через поліпшення стану грошово-кредитної системи країн єврозони. Основні інструменти монетарної політики ЄЦБ у цей період були спрямовані на перенесення ролі центрального банку з площини “кредитора останньої інстанції” у “посередника останньої інстанції” і реалізувалися за рахунок:

1. Трансформації термінів рефінансування шляхом:

- а) зростання обсягів “довгих” кредитів для підтримання ліквідності банківської системи;

б) зміни термінів рефінансування з представленням стабілізаційних кредитів строком до одного року (long-term refinancing operations LTROs);

в) істотного збільшення середніх термінів операцій РЕПО. Оскільки ці трансакції зазвичай опосередковано фінансувалися за рахунок акумуляції тимчасової надлишкової ліквідності на міжбанківському ринку, то дані заходи дозволили банківському сектору стати менш чутливим до короткострокових коливань на фінансовому ринку та сприяли встановленню довготермінових відносин з ЄЦБ.

2. Трансформації ліквідності. Зокрема, ЄЦБ дозволив використання активів, які втратили свою високу ліквідність на фінансовому ринку (наприклад, деривативів іпотеч-

них облігацій, хоча ринок сек'юритизованих активів на той час був "заморожений"). Таким чином, банківський сектор був спроможний перетворити неліквідні інструменти в грошові кошти з мінімальними втратами, уникаючи тим самим масового продажу ("fire sales"). Різке збільшення пропозиції таких деривативів призвело б до утворення рецесійної спіралі на фінансовому ринку, зниження ліквідності банківських установ, а з тим – до їх банкрутства, що мало б негативний вплив на курс євро.

3. Розширення структури трансакційних послуг та їх підтримки для швидкого й адекватного розподілу ліквідності у фінансовому секторі. Такі заходи були здійснені за допомогою збільшення загальної кількості можливих сторін, які мали би право участі в європейській системі операцій, що дозволило центральному банку стати основним вузлом в мережі міжбанківських трансакцій [11].

4. Перегляду власної інформаційної політики з метою поліпшення іміджу надійного регулятора банківської системи. Зокрема, було забезпечено повну анонімність учасників трансакцій та збільшено прозорість операцій рефінансування з метою уникнення звинувачень щодо несправедливого розподілу коштів.

5. Запровадження нового підходу, що отримав назву "тендер за фіксованим курсом або повним розподілом". Ця процедура передбачала повне забезпечення потреб банківських установ у ліквідних коштах на цінових умовах, визначених регулятором. Іншими словами, доступ до кредитів центрального банку був майже необмежений: за наперед встановленою ціною комерційний банк міг одержати необхідну суму коштів [12]. У період фінансової кризи і дисфункціональності ринків такі дії призвели до різкого зростання обсягів операцій РЕПО в активі балансу ЄЦБ і грошової бази у пасиві. Структура балансу ЄЦБ диктувалася потре-

бами банківської системи, а не політикою державних інституцій. Таким чином ЄЦБ посилив контроль над обсягами операцій між банківськими установами.

Відтак, інструменти, використані для подолання кризових явищ на фінансовому ринку, були в основному спрямовані на посилення важливості ролі ЄЦБ та збільшення довіри до нього як до якоря стабільності колективної валюти – євро.

При цьому ЄЦБ на початку 2009 р. заявив про свій намір і надалі підтримувати стабільний курс євро, незважаючи на потребу девальвації колективної валюти для посилення експортного потенціалу частини країн-учасниць Євросоюзу, що в період глобальної економічної кризи зменшувало цінову конкурентоспроможність експортерів.

Таким чином, кризові явища на фінансовому ринку викрили важливі недоліки і прогалини у функціонуванні єврозони. Коливання колективної валюти протягом останніх трьох років підкреслили дисбаланс у макроекономічному становищі країн-членів єврозони та показали недосконалість системи європейського регулювання та нагляду щодо забезпечення рівноцінного розвитку економічних відносин кожного регіону євросистеми.

Основна небезпека в разі подальшого розвитку хвилі суверенних дефолтів у Європі полягає в різкому падінні глобальної схильності до ризику, і "втечі" інвесторів з усіх ризикових активів, насамперед – сировини і ринків, що розвиваються.

Утворення колективних валютних зон має багато істотних переваг, але підтримка стабільності у регіоні можлива лише за умови досконалого дотримання взаємовизначених правил монетарної та фіскальної політики, які в економічній літературі називають критеріями конвергенції. На жаль, досвід ЄВС показує неможливість створення об'єднань, де буде забезпечен-

ня таких параметрів в повній мірі. Через це політика єдиного центрального банку, на нашу думку, ніколи не може бути ідеально правильною, оскільки економічна ситуація в кожній країні вимагає застосування диференційованого набору монетарних інструментів. Інакше кажучи, будь-яке рішення центрального регулятора буде вигідне лише частині учасників інтеграції. Тому вважаємо доцільною політику ЄЦБ щодо використання інструментів, які мали б позитивний ефект на динаміку показників єврозони загалом, а не певної країни зокрема, що визначає подальші напрями дослідження обраної проблематики.

Отже, підсумовуючи вищезазначене, викремимо основні недоліки колективної валюти та загрози, що стоять перед ЄЦБ для проведення єдиної монетарної політики:

1. Відмова від можливості використання валютного курсу як інструмента впливу на економічні процеси в країні. У період економічної кризи знецінення євро для певних країн стало б визначальним фактором підтримки економіки, хоча при цьому більш розвинуті держави підтримували наміри ЄЦБ обмежувати девальваційні коливання колективної валюти. У цьому контексті ЄЦБ повинен максимально враховувати інтереси всіх учасників об'єднання з метою обмеження потенційних загроз діяльності ЄВС.

2. Втрата прав емісії грошей центральним банком окремої країни та доходів від сеньйоражу. Єдина монетарна політика ЄЦБ обмежує можливість інфляційних процесів в регіоні і, а відтак – в окремій країні. Платою за стабільність цін є обмеження адекватного та гнучкого регулювання економіки окремих держав-учасниць об'єднання.

3. Проблеми однієї країни відображаються на загальному становищі єврозони, спричиняють волатильність євро та посилюють суверенні ризики учасників об'єднання,

знижують інвестиційну привабливість регіону. Яскравим прикладом цього стала боргова криза Греції, яка породила паніку серед економічних агентів щодо можливості розпаду валютного союзу. Після викриття проблем Греції проявився так званий "ефект доміно": загроза дефолту зачепила Іспанію, Італію, Португалію, Ірландію.

4. Важкість здійснення макропруденційного нагляду за фінансовою системою всіх учасників єврозони та недосконалий підхід до методики оцінювання відповідності критеріям конвергенції, що призвели до неефективного використання позичених коштів частиною країн-учасниць ЄВС, зростання економічних ризиків і коливання курсу євро. У даному контексті, вважаємо, ЄЦБ має посилити нагляд за ринком банківських послуг на території єврозони та удосконалити координацію власної монетарної політики за станом фіскального забезпечення окремих членів ЄВС.

#### Література

1. Samuele R. "Definition of Currency Union", *IMF Statistics Department*. – May 2004.
2. Bayoumi, Tamim, 1994, "A Formal Model of Optimum Currency Areas", *CEPR Discussion Papers No. 968*.
3. Gulde, Anne-Marie. *The CFA Franc Zone: common currency, uncommon challenges Overview*. IMF, 2008.
4. *Економічна теорія: Курс лекцій / Відп. ред. І. Ф. Комарницький*. – Чернівці: Пута, 2006. – 334 с.
5. Hawkins J. and Masson P. "Economic aspects of regional currency areas". – *BIS Papers*, 2007.
6. Gruber W., Karmin P. (2007) "Moving to a Flexible Exchange Rate: How, When, and How Fast?", *Economic Issues No. 38*.
7. Jamote J., Sodsrivibun P. (2010) "Monetary Policy: Main Issues", *Asian Development Bank*.

8. Goske R. (2010) "Development of the Economic Situation in the Middle Asia", Asian Development Bank.
9. Смовженко Т., Лапішко З. Переваги та недоліки спільної європейської валюти євро // Регіональна економіка. – 2004. – № 2. – С. 203–208.
10. Strauss-Kahn Marc-Olivier. Regional currency areas: a few lessons from the experiences of the Eurosystem and the CFA franc zone. BIS Papers, 2007.
11. Giannone D., Lenza M., Pill H. and Reichlin L. "Non-Standard Monetary Policy Measures and Monetary Developments" / ECB // WP No 1290, January 2011.
12. The central bank balance sheet as an instrument of monetary policy," Carnegie-Rochester Series on Public Policy, forthcoming.