

Шемет Т.С.\*

## МЕХАНІЗМ ОБМІННОГО КУРСУ ЯК ІНСТРУМЕНТ РОЗВИТКУ ВАЛЮТНОЇ ІНТЕГРАЦІЇ В ЄС

*This article reviews the process of monetary integration of the ten Central, Eastern and Southeastern European EU Member States that joined the EU in 2004 and 2007: Bulgaria, the Czech Republic, Estonia, Latvia, Lithuania, Hungary, Poland, Romania, Slovenia and Slovakia. It contains a brief overview of the developments during the half decade since the 2004 enlargement. The future course of monetary integration is analyzed in the context of global financial and economic crisis.*

**Ключові слова:** валютна інтеграція, механізм обмінного курсу (МОК), МОК II, кри-терії конвергенції, процедура надмірного дефіциту, євროзона.

**Постановка проблеми.** Вступаючи до ЄС, країни Центральної, Східної, Південно-Східної Європи (ЦСПСЄ) висловили прагнення до запровадження євро на основі досягнення та стійкого дотримання Маастрихтських критеріїв конвергенції, спрямованих на забезпечення макроекономічної стабільності. Суттєва структурна конвергенція та конвергенція економічної політики є важливими передумовами подолання проблем, пов'язаних із запровадженням єдиної валюти. Передумовою переходу на єдину валюту є участь країни-члена ЄС у механізмі обмінного курсу (МОК), який за умов останніх хвиль розширення ЄС зазнав якісних змін. Однак глобальна фінансово-економічна криза, спричинивши економічний спад, ускладнила рух країн до поглиблення валютної інтеграції.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій та невирішені раніше частини проблеми.** У вітчизняній і зарубіжній економічній літературі проблемі європейської валютно-фінансової інтеграції присвячена велика кількість наукових робіт. У дослідженнях таких західних учених як М. Бордо, Б. Ейхенгрін, Б. Коен, Р. Манделл, П. Месон, М. Тейлор акцентовано на аналізі переваг і витрат від вступу країни до валютного союзу. В Україні О. Барановський, А. Гальчинський, О. Дзюблюк, В. Геєць, Д. Лук'яненко, З. Луцишин, В. Міщенко, О. Рогач, М. Савлук, А. Філіпенко, О. Шнирков та ін. присвятили свої праці інституціональним аспектам валютної інтеграції, дослідженню впливу запровадження єдиної валюти на формування конкурентної позиції ЄС у світовій економіці.

Водночас у вітчизняній літературі бракує публікацій з аналізу перебігу процесу валютної інтеграції після вступу постсоціалістичних країн в ЄС. Поодинокими є дослідження та публікації, присвячені особливостям валютно-курсової політики у контексті застосування специфічного, суто європейського інструменту валютної інтеграції – механізму обмінного курсу. Все це дає підстави для подальших досліджень у цій сфері.

**Мета статті.** Визначення перспектив розвитку валютної інтеграції у країнах Центральної, Східної та Південно-Східної Європи, які приєдналися до ЄС у 2004 і 2007 роках: Болгарії, Чеської Республіки, Естонії, Латвії, Литви, Угорщини, Польщі, Румунії, Слове-

\* кандидат економічних наук, доцент Київського національного економічного університету імені Вадима Гетьмана

нії та Словаччині в умовах глобальної фінансово-економічної кризи у контексті застосування МОК.

**Виклад основного матеріалу.** Важливою складовою валютної інтеграції є Механізм обмінного курсу (МОК). МОК був стрижнем Європейської валютної системи (ЄВС) і складався з двох елементів: матриці меж відхилень двосторонніх обмінних курсів між усіма валютами країн – членів; меж індивідуальних коливань кожної валюти відносно ЕКЮ. Дотримання визначених меж валютних курсів передбачало здійснення монетарною владою обов'язкових інтервенцій на валютних ринках та інших регулюючих заходів.

Для кожної країни – члена ЄВС через котирування до ЕКЮ визначався центральний курс її валюти, за допомогою якого встановлювалися обмінні курси щодо інших валют ЄВС. До липня 1993 р. припускалися відхилення обмінних курсів у межах 2,25% або 6% (для Італії на момент вступу) в обидва боки від центральних курсів. У липні 1993 р. межі відхилень було розширено до 15% в обидва боки від центрального курсу. Не всі країни ЄС були членами МОК. Його започаткували Німеччина, Франція, Бельгія, Данія, Італія, Нідерланди, Люксембург та Ірландія. Велика Британія, яка була членом Спільного ринку з 1973 р., не входила до МОК до жовтня 1990 р. У вересні 1992 р. Велика Британія разом з Італією залишила МОК. Іспанія і Португалія увійшли до МОК у червні 1989 і квітні 1992 рр. відповідно і залишилися у системі.

Особливістю МОК було те, що будь-яка зміна матриці центральних курсів вимагала «спільних угод»: зміни паритетів відбувалися за погодженням між міністерствами фінансів країн, що входили до МОК.

Важливим елементом МОК був показник дивергенції, призначений сигналізувати про відхилення валют від центральних курсів. Розмір показника дивергенції з кожної валюти – це середньозважена величина суми дивергенцій валюти і від кожної з решти валют:

$$Ati = Wtj dtj$$

де  $Wtj$  – вага валюти  $j$  у кошику;

$dtj$  – відхилення валюти  $j$  від двостороннього центрального паритету з  $i$ -валютою.

За критичного значення показника дивергенції на рівні 75%

$i$ -валюта відхилятиметься від решти валют на 2,25% (за умови припустимих меж відхилень 2,25% в обидва боки). Якщо поточне значення показника дивергенції перевищувало критичне, то країна повинна була взяти регулюючих макроекономічних заходів, аби повернутися до умов валютної угоди. Така країна могла здійснити диверсифіковані валютні інтервенції, переорієнтувати свою внутрішню грошово-кредитну політику або змінити економічну політику. За відсутності регулюючих дій центральні банки мали можливість впливу на країну через Валютний комітет ЄВС.

Розширення ЄС і запровадження євро спричинили якісні зміни МОК. Під час саміту в Амстердамі 16 – 17 червня 1997 р. Рада ЄС затвердила принципи нового механізму обмінних курсів – МОК II, який було введено в дію з 1 січня 1999 р.

Європейський механізм обмінного курсу є міждержавною угодою, мета якого – координація політики і підтримання стабільності обмінних курсів у Європі. Приєднання до МОК II є етапом переходу країн до євро. МОК II формує рамкові умови, на основі країни-члени ЄС, Європейський центральний банк, Європейська комісія і країни, які бажають перейти на євро пов'язують курс національних валют країн, що бажають увійти до зони євро, з курсом єдиної європейської валюти. Протягом періоду дії угод МОК II кожна з таких країн повинна підтримувати стабільність своєї валюти відносно євро і виконувати критерії конвергенції.

МОК II являє собою модель «колеса зі спицями», у якій євро відіграє роль центральної валюти і рахункової одиниці, а валюти інших країн – членів ЄС пов'язані з нею винятково на двосторонній основі. Центральний паритет валют цих держав може коливатись у коридорі  $\pm 15\%$  щодо спільної валюти. Конкретні параметри цих курсів і меж визначаються за взаємною згодою міністра фінансів країн єврозони, ЄЦБ і міністрів фінансів та голів центральних банків країн – не членів єврозони. Оперативне керівництво МОК II, координацію валютної політики, включаючи можливі інтервенції на валютних ринках, здійснює ЄЦБ.

Дворічна участь у МОК II за умови відсутності девальвації є частиною критерію курсової стабільності. Вступу до МОК II передуює процес досягнення консенсусу всіх зацікавлених сторін та необхідне коригування фіскальної політики як основи подальшої консолідації. Кожні два роки Європейська комісія та Європейський центральний банк готують доповіді з конвергенції [2], [3], [5], [6], [7], [8], [9]. Ці звіти слугують для обґрунтування рішень щодо введення євро, які приймаються Радою Європейського Союзу на основі пропозицій Європейської комісії, після консультацій з Європейським парламентом та обговорення в Європейській Раді.

Вступу до Європейського Союзу десяти країн ЦСПСЄ у травні 2004 р. передувало інтенсивне обговорення питань, пов'язаних з їх майбутньою участю в МОК II та переходом на єдину валюту. Більшість із них прийняли конкретні стратегії щодо подальшої валютно-фінансової інтеграції в рамках ЄС, зокрема, щодо часу вступу до МОК II і введення євро [1]. Однак у деяких випадках стратегії, декларовані в 2001 або 2002 рр. були змінені.

З країн ЦСПСЄ піонерами у запровадженні євро є Словенія та Словаччина, які вступили до ЕРМ II в 2004 і 2005 роках, відповідно. Словенія приєдналася до зони євро в 2007 році, Словаччина – за два роки поспіль. Мальта та Кіпр після перебування у МОК II з 2005 р. запровадили євро у 2008 р.

Аналізуючи позиції Словенії та Словаччини напередодні введення євро, можна виокремити такі особливості:

- обидві країни до запровадження євро перебували в МОК II протягом відносно короткого періоду (два і два з половиною роки, відповідно). У цьому періоді Словенія втримала свій номінальний обмінний курс до євро дуже близьким до центрального паритету, тоді як словацька крона значно зміцнилася (дві значних переоцінки відносно євро);

- Словенія, реалізуючи поетапну стратегію консолідації, мала відносно хороші стартові позиції. Словаччина пройшла крізь кілька років істотних бюджетних обмежень на шляху досягнення Маастрихтських критеріїв;

- з метою подолання інфляції Словенія, крім підтримки стабільного обмінного курсу, використовувала непрямі заходи податкової політики. На противагу цьому у Словаччині дефляція досягалася завдяки валютно-курсівій політиці, хоча і у значно нижчих розмірах, ніж на 1 процентний пункт у звітний період).

Країни Балтії вступили до МОК II в 2004 і 2005 роках відповідно. Всі три країни планували приєднатися до єврозони одночасно з Словенією та Словаччиною. Однак у 2006 р. питання вступу Латвії було знято з порядку денного через невиконання нею критерію конвергенції з інфляції. Недотримання цього критерію зірвало й плани Естонії та Латвії щодо запровадження євро. Інші країни ЦСПСЄ ще не вступили до МОК II.

У табл. 1 представлені дані щодо поточного стану виконання критеріїв конвергенції країнами ЦСПСЄ.

За прогнозами МВФ та Європейської Комісії, на нинішньому етапі Естонія є єдиною з країн ЦСПСЄ, яка здатна досягти критеріїв конвергенції в найближчому майбутньому, тобто у 2011 р.

Таблиця 1. Досягнення критеріїв конвергенції країнами ЦСПСЄ (за станом на кінець липня 2009 р.)

НІСР	Д о в г о - строкові процентні ставки	Б ю д ж е т н и й дефіцит,%% від ВВП		Державний борг, %% від ВВП		Участь у МОК II	
		2007	2008	2007	2008	так/ні	Триваліст ь у місяцях
Болгарія	6,5	0,1	1,5	18,2	14,1	ні	-
Чеська Республіка	4,8	-0,6	-1,5	28,9	29,8	ні	-
Естонія		2,7	-3	3,5	4,8	так	61
Угорщина	9,4	-4,9	-3,4	65,8	73	ні	-
Латвія	9,3	-0,4	-4	9	19,5	так	51
Литва	10,5	-1	-3,2	17	15,6	так	61
Польща	6,1	-1,9	-3,9	44,9	47,1	ні	-
Румунія	8,8	-2,5	-5,4	12,7	13,6	ні	-
<b>Довідково:</b> єврозо на	4,1	-0,6	-1,9	66	69,3		

Джерело: складено автором за даними Європейської Комісії [9]

У березні 2009 року уряд Естонії прийняв рішення перейти на євро не пізніше 1 січня 2011 року. На початку грудня парламент прийняв держбюджет на 2010 р. з дефіцитом у розмірі 5,2 млрд. крон, що є нижчим за 3% від ВВП. За проектом, упродовж двох перших тижнів січня 2011 р. євро і крона використовуватимуться паралельно. Під час паралельного обігу двох валют в усіх магазинах та установах обслуговування можна буде розраховуватись як у євро, та і в кронах. Здачу, як правило, скрізь будуть видавати вже в євро. Після цього терміну євро стане в Естонії єдиним платіжним засобом. Крони, що розміщені на рахунках в естонських банках, будуть автоматично обмінюватися на євро за існуючим обмінним курсом, тобто 15,64 крони за євро. Протягом шести місяців банки обмінюватимуть готівку у кронах на євро без сплати за цю послугу. Після цього крони на євро обмінюватиме тільки Банк Естонії (Центробанк) протягом необмеженого терміну. Суми податків, державних мит, посібників та інші пов'язані з бюджетом суми в кронах, будуть округлені в євро у сприятливий для населення бік. Однак, незважаючи на значний бюджетний профіцит 2007 року, досягнення критерію дефіциту бюджету є важким завданням в ході глибокого економічного спаду.

У Польщі введення євро було центром політичних дискусій, починаючи з осені 2008 року, коли польський уряд активізував свої зусилля з підготовки до введення євро в 2012 році. Дана цільова дата передбачала вступ у МОК II приблизно з середини 2009 року (тобто за два роки до оцінки досягнення критеріїв конвергенції). Однак чинний уряд не спромігся досягнути необхідних конституційних змін для забезпечення повної правової конвергенції ще до вступу в МОК II. Навесні 2009 р. уряд фактично відмовився від 2012 р. як цільового для введення євро і оголосив гнучкішу позицію щодо МОК II, аргументуючи це необхідністю послаблення перебігу глобальної фінансово-економічної кризи. ЄС відкрив процедуру надмірного дефіциту для Польщі і визначив 2012-й роком коригу-

вання бюджетного дефіциту. Враховуючи це, найближчий термін для введення євро в Польщі – це 2014 р. за умови досягнення всіх критеріїв.

Наприкінці 2008 року угорська влада також висловила намір досягти готовності до вступу в МОК II і пришвидшити процес прийняття євро. Однак ці наміри загальмувала макроекономічна нестабільність. Останніми роками дефіцит бюджету, як і раніше, перевищує 3% ВВП, отже ЄС встановив 2011-й роком усунення надмірного дефіциту. Крім того, державний борг Угорщини значно перевищує 60% ВВП.

Болгарія вже в 2007 році намагалася досягти консенсусу щодо вступу в МОК II, але її планам на той час завадили значні макроекономічні дисбаланси. Останніми роками Болгарія має бюджетний профіцит і має намір зберегти збалансований бюджет навіть в умовах поточного економічного спаду.

Чеська влада здійснює оцінку готовності країни до запровадження євро щорічно. Як і в інших країнах, економічний спад тисне на бюджет країни. За останніми прогнозами чеського Міністерства фінансів, дефіцит бюджету збережеться значно вищим за 3% ВВП до кінця 2012 року. Найближчим терміном введення євро є 2015 р. за умови подолання надмірного дефіциту та дотримання всіх інших критеріїв до 2013 р.

Стратегія валютної інтеграції Румунії підтримується упродовж декількох років без істотних переглядів: вступ до МОК II запланований в 2012 р. та до зони євро в 2015. Румунія також належить до числа тих країн ЦСПСЄ, які наразі проходять процедуру надмірного дефіциту. Термін подолання дефіциту для Румунії – 2011 р.

У таблиці 2 наведено дані щодо чинних режимів обмінного курсу, поточної участі та перспектив вступу країн ЦСПСЄ в МОК II, запровадження євро.

**Таблиця 2. Чинні режими обмінного курсу та перспективи запровадження євро**

Країна	Режим обмінного курсу	МОК II: дійсна або планована дата вступу	Цільовий термін запровадження євро
Естонія	Валютне правління на базі євро	6/28/04	2011
Литва	Валютне правління на базі євро	6/28/04	На час досягнення критеріїв (не раніше 2013)
Латвія	Прив'язка до євро, +/- 1%	5/2/05	На час досягнення критеріїв (не раніше 2014)
Болгарія	Валютне правління на базі євро	Як можна швидше	Як можна швидше
Чеська Республіка	Кероване плавання, таргетування інфляції	За 2,5 роки до введення євро	Дата не визначена
Угорщина	Кероване плавання, таргетування інфляції	Не визначено	Дата не визначена (не раніше 2013)
Польща	Плавання, таргетування інфляції	Кінець 2009	На час досягнення критеріїв (не раніше 2014)
Румунія	Кероване плавання, таргетування інфляції	2012	2015 (не раніше 2013)

Джерело: сайти Центральних банків країн

У Латвії та Литві прогнозується суттєве зниження середньорічного темпу інфляції вже у 2010 році. Водночас, фінансовий дисбаланс (бюджетний дефіцит) перевищує кри-

теріальний параметр. Процедура надмірного дефіциту була нещодавно відкрита для обох країн, з термінами подолання: до 2011 року для Литви та до 2012 року для Латвії. Подібно до Угорщини та Румунії, Латвія в даний час здійснює структурну перебудову та програму реформ під опікою МВФ і ЄС.

Глобальна фінансово-економічна криза відновила увагу до ризиків, генерованих коливаннями валютних курсів, хоча ці ризики практично не брались до уваги впритул до середини 2007 р. За поточних умов треба враховувати той факт, що іноземні валюти відіграють значну, а в деяких випадках першорядну роль у деномінації активів і пасивів у більшості країн ЦСПСЄ (за винятком Чеської Республіки). Отже, значні зміни обмінних курсів вочевидь мають важливі наслідки для макроекономічної та фінансової стабільності.

Наприкінці 2008 - початку 2009 рр. країни ЦСПСЄ зазнали тиску негативного ставлення через ризики формування двосторонніх валютних курсів. У цей час набула поширення думка про виконання валютою євро ролі «парасольки» для валют країн ЦСПСЄ, особливо з гнучкими обмінними курсами. Дійсно, незважаючи на суттєве послаблення валют і жорсткі умови зовнішніх фінансових ринків, курсових колапсів в країнах ЦСПСЄ не сталося. Починаючи з березня 2009, негативне сприйняття двосторонніх валютних ризиків поступово спадає, глобальні фінансові ринки виявляють перші ознаки стабілізації. МВФ та інші міжнародні фінансові інститути активізують свою підтримку країнам ЦСПСЄ.

Водночас, наслідки глибокої кризи у реальному секторі та фінансовому секторах стають більш очевидними. Якщо впритул до 2007 р. (в деяких випадках до 2008 р.) в більшості країн ЦСПСЄ фінансове становище покращилося, бюджетний дефіцит скоротився внаслідок сприятливих циклічних змін, то з четвертого кварталу 2008 року зростання ВВП різко скоротилося порівняно з бумом рівнів, фіксованих у більшості країн цього регіону. Це призвело до збільшення бюджетного дефіциту і, за прогнозами Європейської комісії, подальше погіршення відбуватиметься і у 2010 р. Слід зазначити, що в цілому країни ЦСПСЄ не спромоглися досягти стабілізації економіки під час поточної кризи. Одним з ключових завдань для них є скорочення дефіциту у середньостроковій перспективі до рівня, нижчого за 3% від ВВП. Вирішення цього завдання за післякризових умов ускладнюється через непевні перспективи економічного зростання та рівень безробіття, прогнозований як істотно вищий, ніж у середині 2009 року.

Усе це разом може вплинути на результати публічного обговорення термінів запровадження євро в країнах ЦСПСЄ, оскільки надвисока ціна швидкого досягнення критеріїв конвергенції і, зокрема, бюджетного дефіциту, є очевидною.

Крім того, недостатньо доведеною є ефективність грошово-кредитної та валютно-курсової політики щодо макроекономічної стабілізації та поглинання шоків у країнах ЦСПСЄ. Обмінний курс є радше джерелом потрясінь, у тому числі в до кризовий період. Тільки в Польщі, яка є менш відкритою порівняно з іншими країнами регіону, валютний курс виявився до певної міри амортизатором зовнішніх шоків.

**Висновки.** Поточна криза виявила необхідність зміцнення державних бюджетів країн ЦСПСЄ в середньостроковій перспективі з метою подальшого використання фіскальної політики для макроекономічної стабілізації. Суттєві заходи з фінансового врегулювання в даний час реалізуються в Угорщині та країнах Балтії. Водночас, перебіг подій в цих країнах засвідчує обмежену ефективність внутрішньої валютної політики як інструменту стабілізації, оскільки обмінний курс, як правило, є джерелом нестабільності.

Урегулювання бюджетної сфери сприятиме м'якому переходу країн до зони євро і має стимулювати їх до значних зусиль у цьому напрямку. Країни ЦСПСЄ стикаються з численними проблемами у забезпеченні високого ступеня стійкої конвергенції на шляху до

євро. Щодо фінансового дисбалансу, першочерговим завданням є не тільки отримати право на введення євро, але і мати можливість м'якого перебігу циклічних коливань після приєднання країни до зони євро. В ідеалі, подолання фінансових дисбалансів вирішуватиметься з найменшим впливом на економічне зростання. Це означає реструктуризацію доходів і витрат. Водночас фіскальна політика має бути спрямована на істотну підтримку тих економічних суб'єктів, які найбільше постраждали внаслідок поточної кризи. Упорядкування державних фінансів є жорстким і складним завданням у контексті впливу нинішньої рецесії щодо коротко- і середньострокових перспектив економічного зростання багатьох країн ЦСПСЄ.

У світлі майбутніх завдань, валютна інтеграція країн ЦСПСЄ відбуватиметься лише поступово, упродовж наступних кількох років. Величезні витрати, пов'язані з швидким макроекономічним і, зокрема, фінансовим урегулюванням, можуть унеможливити досягнення цими країнами участі у валютному союзі та отримання переваг від цього – вигод, які є особливо відчутними для малої відкритої економіки, значною мірою інтегрованої в зону євро.

### Література

1. Backe, P. and C. Thimann et al. The Acceding Countries' Strategies Towards ERM II and the Adoption of the Euro: An Analytical Review. ECB Occasional Paper. - 2004. - № 10.
2. ECB. Convergence Report 2004. - Frankfurt: ECB, 2004.
3. ECB. Convergence Report 2006a. - Frankfurt: ECB, 2006.
4. ECB. Convergence Report 2006b. - Frankfurt: ECB, 2006.
5. ECB. Convergence Report 2008. - Frankfurt: ECB, 2008.
6. European Commission. European economy. – Convergence report 2004. - Brussels: European Commission, 2004.
7. European Commission. Convergence Report 2006 a. - Brussels: European Commission, 2006.
8. European Commission. European Economy – Convergence Report 2006в. - Brussels: European Commission, 2006.
9. European Commission. 2008. Convergence Report. - Brussels: European Commission, 2008. - May.
10. IMF. Global Market Monitor. Various editions.
11. Schadler, S. et al. Adopting the Euro in Central Europe: Challenges of the Next Step in European Integration // IMF Occasional Papers. – 2005. - № 234.
12. Bems, R., Schellekens, P. Finance and convergence: What's ahead for Emerging Europe? // IMF Working Papers. – 2007. - № 244.
13. Fagan, G., Gaspar, V., 2007. Adjusting to the euro // ECB Working Papers. – 2007. - № 716.
14. «Measuring Financial Integration in New EU Member States» by M. Baltzer, L. Cappiello, R.A. De Santis, and S. Manganeli // ECB Occasional Papers. - 2008. – January.
15. Mongelli, F. P. «What is the European Economic and Monetary Union (EMU) Telling us about the Optimum Currency Area Properties?» // Journal of Common Market Studies. – 2005. - Vol. 43. - № 3, pp. 607-35.
16. «Real convergence and the determinants of growth in EU candidate and potential candidate countries: a panel data approach» by M. M. Borys, É. K. Polgár and A. Zlate // ECB Occasional Papers. - 2008. – June.
17. Sun Y.A. A Political-Economic Model of the Choice of Exchange Rate Regime // IMF, Working Papers. – 2002. - № 212.