

65.5273

483

О.А. Чугаєв



**ВАЛЮТНА ІНТЕГРАЦІЯ  
В  
Європейському Союзі**

КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ ІМЕНІ ТАРАСА ШЕВЧЕНКА  
Інститут міжнародних відносин

**О.А. Чугаєв**

# **ВАЛЮТНА ІНТЕГРАЦІЯ**

## **В**

### **Європейському Союзі**

**Навчальний посібник**

*Рекомендовано Міністерством освіти і науки України  
як навчальний посібник для студентів  
вищих навчальних закладів*

НБ ПНУС



770379



65.5я73

УДК 339.74(075)

ББК 65.268.6я73

Ч 83

**Рецензенти:**

доктор наук з державного управління, доц., **Іваницька О.М.**,  
завідувач кафедри управління навчальним закладом, менеджменту  
та економіки освіти Інституту лідерства та соціальних наук  
Київського педагогічного університету імені Бориса Грінченка.

кандидат економічних наук, **Кузнецов О.В.**,  
старший науковий співробітник Інституту світової економіки і міжнарод-  
них відносин Національної академії наук України

*Рекомендовано до друку  
вченою радою Інституту міжнародних відносин  
Київського національного університету імені Тараса Шевченка  
(протокол № 9 від 27 квітня 2010 року)*

**Чугаєв, О.А.**

**Ч83** Валютна інтеграція в Європейському Союзі : навчальний по-  
сібник / О.А. Чугаєв. – К.: Видавничо-поліграфічний центр "Київ-  
ський університет", 2010. – 191 с.

ISBN 978-966-439-270-6

У книзі розглядаються проблеми історії формування Європейського валю-  
тного союзу, передумови та наслідки впровадження євро, розширення єврозо-  
ни, функцій та структури Європейської системи центральних банків, механізм-  
у реалізації єдиної монетарної політики в єврозоні, взаємозв'язку між еконо-  
мічними процесами в єврозоні, особливостей монетарної політики в різні пері-  
оди існування Європейського валютного союзу.

Книга може бути корисною для викладачів та студентів, що вивчають міжнарод-  
ні економічні відносини, фінанси або європейську інтеграцію, а також для науковців,  
працівників державних органів та співробітників фінансових установ.

Карпатський національний університет  
імені Василя Стефаника  
код 02125266  
**НАУКОВА БІБЛІОТЕКА**

УДК 339.74(075)

ББК 65.268.6я73

Триф надано Міністерством освіти і науки України

(лист № 1/11-6267 від 12.07.10)

77 03 79

ISBN 978-966-439-271-3

© Чугаєв О.А., 2010

## ЗМІСТ

ОСНОВНІ УМОВНІ СКОРОЧЕННЯ.....	6
ПЕРЕДМОВА .....	7
ГЛАВА 1 .....	10
ІСТОРІЯ ФОРМУВАННЯ ЄВРОПЕЙСЬКОГО ВАЛЮТНОГО СОЮЗУ .....	10
1.1. Валютне співробітництво після Другої світової війни	10
1.2. План Вернера .....	11
1.3. Європейська валютна система .....	13
1.4. Перший етап створення економічного і монетарного союзу .....	15
1.5. Другий етап створення економічного і монетарного союзу .....	17
1.6. Третій етап створення економічного і монетарного союзу .....	19
1.7. Впровадження готівкового євро.....	20
Питання по темі .....	25
ГЛАВА 2. ПЕРЕДУМОВИ ТА НАСЛІДКИ ВПРОВАДЖЕННЯ ЄВРО .....	26
2.1. Передумови ефективної валютної інтеграції.....	26
2.2. Вплив на ціни.....	29
2.3. Вплив на економічний розвиток .....	33
2.4. Вплив на зовнішню торгівлю .....	36
2.5. Вплив на фінансові ринки.....	37
2.6. Вплив на стійкість до шоків .....	38
2.7. Наслідки організаційно-технічного та психологічного характеру .....	40
2.8. Роль євро у світовій економіці .....	43
Питання по темі .....	48
ГЛАВА 3. ....	51
РОЗШИРЕННЯ ЄВРОЗОНИ.....	51
3.1. Правові засади розширення єврозони .....	51
3.2. Організаційні аспекти підготовки до впровадження євро .....	52
3.3. Національні стратегії впровадження євро в країнах Центральної Європи.....	55

3.4. Національні стратегії впровадження євро в країнах Балтії та Південно-Східної Європи .....	57
3.5. Проблеми відповідності критеріям конвергенції .....	59
3.6. Оцінки можливих наслідків розширення єврозони ....	65
3.7. Сценарії та перспективи міжнародної валютної інтеграції України.....	67
Питання по темі .....	70
<b>ГЛАВА 4. ЗАДАЧІ ТА ФУНКЦІЇ ЄВРОПЕЙСЬКОЇ СИСТЕМИ ЦЕНТРАЛЬНИХ БАНКІВ.....</b>	<b>72</b>
4.1. Правовий статус.....	72
4.2. Фінансові ресурси.....	73
4.3. Головна мета та задачі .....	76
4.4. Принципи діяльності.....	78
4.5. Нормативно-правова та консультаційна функція .....	79
4.6. Функції у фінансовій сфері.....	80
4.7. Платіжні та розрахункові системи.....	82
4.8. Звітування, дослідження та статистика.....	85
Питання по темі .....	86
<b>ГЛАВА 5. ОРГАНІЗАЦІЯ ДІЯЛЬНОСТІ ЄВРОПЕЙСЬКОЇ СИСТЕМИ ЦЕНТРАЛЬНИХ БАНКІВ.....</b>	<b>88</b>
5.1. Принципи організації Європейської системи центральних банків.....	88
5.2. Керівні органи.....	89
5.3. Підрозділи .....	91
5.4. Комітети .....	94
5.5. Спільні операційні системи.....	96
5.6. ТАРГЕТ, ТАРГЕТ2, ТАРГЕТ2-Секьюритіз.....	97
5.7. Взаємодія з іншими органами ЄС.....	100
5.8. Роль Макроекономічного діалогу та контактних груп .....	101
5.9. Взаємодія з міжнародними організаціями .....	103
Питання по темі .....	105
<b>ГЛАВА 6. ЗАСОБИ ТА ПРОЦЕДУРНІ АСПЕКТИ ЄДИНОЇ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ В ЄВРОЗОНІ.....</b>	<b>107</b>
6.1. Валютні операції.....	107
6.2. Обмеження на рух капіталу.....	109
6.3. Операції на відкритому ринку.....	110

6.4. Постійні механізми.....	114
6.5. Обов'язкові мінімальні резерви .....	115
6.6. Контрагенти та прийнятні активи для забезпечення рефінансування .....	117
6.7. Тендери та двосторонні процедури .....	120
6.8. Розрахункові процедури .....	126
Питання по темі .....	129
<b>ГЛАВА 7. ТРАНСМІСІЙНИЙ МЕХАНІЗМ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ ТА ВЗАЄМОДІЯ ЕКОНОМІЧНИХ ПРОЦЕСІВ.</b>	<b>132</b>
7.1. Аналітичне підґрунтя монетарної політики.....	132
7.2. Трансмійний механізм монетарної політики у теорії .....	134
7.3. Емпіричні дослідження трансмісійного механізму...	137
7.4. Взаємодія монетарної, фіскальної та зарплатної політики .....	140
7.5. Проблема дефіциту державного бюджету .....	141
7.6. Фіскальні аспекти вирішення проблеми асиметричності.	144
7.7. Фактори, що впливають на курс євро.....	146
7.8. Роль цін на нафту.....	150
Питання по темі .....	153
<b>ГЛАВА 8. ЕТАПИ РЕАЛІЗАЦІЇ ЄДИНОЇ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ В ЄВРОЗОНІ</b> .....	<b>156</b>
8.1. Монетарна політика в перші роки існування євро (1999-2003 рр.) .....	156
8.2. Монетарна політика в умовах стабільного економічного розвитку (2004 – початок 2007 рр.) .....	159
8.3. Економічні тенденції та монетарна політика в період розгортання світової фінансової кризи (кінець 2007 – 2008 р.).....	162
8.4. Заходи для подолання наслідків загострення світової фінансової кризи (кінець 2008 – початок 2010 р.).....	165
Питання по темі .....	169
<b>ПРЕДМЕТНИЙ ПОКАЗЧИК</b> .....	<b>171</b>
<b>ЛІТЕРАТУРА</b> .....	<b>178</b>

## ОСНОВНІ УМОВНІ СКОРОЧЕННЯ

ВВП	GDP	Валовий внутрішній продукт
ЕМС	EMU	Економічний і монетарний союз
ЄВІ	ЕМІ	Європейський валютний інститут
ЄВС	ЕМУ	Європейський валютний союз
ЄЕС	ЕЕС	Європейське економічне співтовариство
ЕКЮ	ЕКУ	Європейська валютна одиниця
ЄС	ЕУ	Європейський Союз
ЄСЦБ	ЕССБ	Європейська система центральних банків
ЄЦБ	ЕСВ	Європейський центральний банк
МВК	ЕРМ	Механізм валютних курсів
МВФ	ІМФ	Міжнародний валютний фонд
ОЕСР	ОЕСД	Організація економічного співробітництва та розвитку
ТАРГЕТ	TARGET	Транс'європейська автоматизована експрес-система валових розрахунків у режимі реального часу
ЦБ	СВ	центральний банк / центральні банки

## ПЕРЕДМОВА

В економічній сфері Європейський Союз (ЄС) фактично став ще однією супердержавою завдяки своїй потужній економічній системі та високому рівню інтеграції. ЄС має унікальний досвід щодо інтеграції в різних сферах суспільного життя. Одним з таких напрямів є валютна інтеграція, яка досягла рівня валютного союзу. Із цим пов'язане впровадження єдиної валюти євро, формування інституціональної структури, передача функції проведення монетарної політики на наднаціональний рівень, процес гармонізації платіжного механізму та інші аспекти.

Процес валютної інтеграції в ЄС ще не закінчений: країни – члени ЄС, які не входять до єврозони, використовують національні валюти і проводять незалежну монетарну політику. Але рішення Європейського центрального банку в сфері єдиної монетарної політики і динаміка курсу євро прямо чи опосередковано впливають на економіку практично всіх країн ЄС та світу. Євро стала другою найважливішою валютою у світі.

Світова фінансова криза стала новим викликом для країн світу. З одного боку, це стало каталізатором для формування валютних інтеграційних об'єднань у різних частинах світу, оскільки валютна інтеграція є формою реалізації переваг від ефекту економії масштабу для зниження витрат та ризиків. З іншого боку, криза стала випробуванням для Європейського валютного союзу, оскільки загострила проблему асиметричності між економіками країн єврозони.

Україна практично не залучена до регіональної валютної інтеграції. Але досвід ЄС може бути корисним при аналізі економічних процесів у світі, визначенні стратегічних напрямів розвитку країни, можливих способів реформування системи управління та необхідних кроків у випадку залучення до інтеграційних процесів у валютній сфері.

Автор показує різні аспекти валютної в ЄС: історія формування Європейського валютного союзу; передумови, процес, та наслідки впровадження єдиної валюти; практику та перспективи розширення єврозони; функціональні та організаційні аспекти Європейської системи центральних банків як основного елемен-



та інституційної структури валютного союзу; засоби та процедурні аспекти єдиної монетарної політики в єврозоні; особливості взаємозв'язку між монетарною політикою, цінами, економічним зростанням, валютним курсом та іншими економічними явищами на прикладі єврозони; практику формування монетарної політики в різних економічних умовах, що склалися протягом всього періоду функціонування Європейського валютного союзу. Окремий підрозділ присвячений перспективам участі України у валютній інтеграції.

Цей навчальний посібник спеціально розроблений для викладання дисципліни "Валютна інтеграція в Європейському Союзі" у рамках підготовки магістрів за спеціальністю "Міжнародні економічні відносини" (спеціалізація "Економіка європейської інтеграції"). Але він також може бути використаний як посібник при вивченні окремих структурних частин таких дисциплін як "Міжнародні економічні відносини", "Міжнародні фінанси", "Міжнародна економічна інтеграція", "Міжнародні економічні організації", "Грошово-кредитні системи зарубіжних країн", "Європейська інтеграція", "Теорія і практика валютного курсу", "Кредит та банківська справа", "Глобальні проблеми у міжнародних економічних відносинах".

У процесі вивчення дисципліни студенти мають оволодіти теоретичним матеріалом щодо валютної інтеграції в ЄС, навчитися аналізувати пов'язані з цим процеси, користуватися відповідною термінологічною, нормативно-правовою та статистичною базою. Використання книги рекомендується для читачів, що володіють базовими знаннями в сфері міжнародних валютно-фінансових відносин, грошово-кредитної політики, інтеграційних процесів у ЄС. Для поглибленого вивчення дисципліни рекомендується знання англійської мови та методів статистичного аналізу.

Під час написання посібника автор використовував інформацію з офіційних видань органів влади у ЄС, нормативно правових актів. Значною мірою використані результати сучасних наукових досліджень, опубліковані у наукових роботах та статтях. Враховуючи специфіку предмету, основна частина інформаційних джерел походять з ЄС, але використані й вітчизняні джерела та публікації в інших країнах. У роботі широко представлені статистичні дані з

баз даних, офіційних видань та наукових робіт. Вони в кількісному вимірі ілюструють масштаби описаних процесів та явищ, додають аналітичності цій публікації. Для полегшення користування додатковими англомовними джерелами у тексті книги вказані назви основних термінів та установ українською та англійською мовою.

У навчальному посібнику також використовуються ілюстрації та таблиці, контрольні запитання. Частина питань мають пошуковий та творчий характер, передбачають використання статистичних даних та кількісних методів (наприклад, кореляція, еластичність, аналіз середніх, регресія тощо), пошук додаткової інформації у офіційних виданнях, наукових роботах. Розгляд окремих питань у групі студентів може бути доцільним організувати у формі дебатів. Наприклад, якщо розглядається питання наслідків впровадження євро, одна команда буде виступати за впровадження євро, інша – проти. При цьому рекомендується окрім загальнотеоретичних міркувань використовувати як аргументи конкретні приклади, статистичні дані, результати наукових досліджень. Варіантом організації індивідуальної роботи студентів протягом семестру є написання аналітичних робіт щодо впливу монетарної політики та динаміки курсу євро на економіку конкретної обраної студентом країни.

Автор навчального посібника хоче подякувати за надані консультації та оцінку професорам Ф. Вайсу, І.І. Пузанову, О.І. Рогачу, А.С. Філіпенку, О.І. Шниркову, доценту О.М. Іваницькій, старшому науковому співробітнику О.В. Кузнецову, а також колективу кафедри світового господарства і міжнародних економічних відносин та кафедри міжнародних фінансів Інституту міжнародних відносин Київського національного університету імені Тараса Шевченка.

Автор із вдячністю прийме критичні зауваження щодо структури та матеріалу, викладеного у книзі.

# ГЛАВА 1

## ІСТОРІЯ ФОРМУВАННЯ ЄВРОПЕЙСЬКОГО ВАЛЮТНОГО СОЮЗУ

### 1.1. Валютне співробітництво після Другої світової війни

У 1950 р. було створено Європейський платіжний союз (European Payments Union) як складову Організації європейського економічного співробітництва (на основі останньої пізніше було створено Організацію економічного співробітництва та розвитку). Цей союз забезпечив основу для конвертованості валют у Європі і сприяв економічному відновленню та інтеграції в Європі. Союз передбачав створення механізму автоматичних розрахунків на нетто-основі, коли рух коштів між країнами відбувався лише в розмірі перевищення вимог однієї сторони до іншої над вимогами іншої до першої. На основі Європейського платіжного союзу було розроблено Європейську валютну (монетарну<sup>1</sup>) угоду (European Monetary Agreement) для сприяння досягненню конвертованості європейських валют і розвитку міжнародній торгівлі. Угода діяла до 1972 р.

У 1951 р. шість країн (ФРН, Франція, Італія, Нідерланди, Бельгія, Люксембург) підписали Угоду про створення Європейського об'єднання вугілля та сталі (European Coal and Steel Community) – першої організації, яка пізніше була покладена в основу Європейського Союзу. В 1957 р. були підписані ще дві угоди (Римські угоди): про створення Європейського економічного співтовариства (ЄЕС – European Economic Community (EEC)) і про створення Європейського співтовариства з атомної енергії (Євроатом – European Atomic Energy Community). На

---

<sup>1</sup> За сталою практикою англійське слово "monetary" звичайно перекладається як "валютний" (наприклад, валютна інтеграція), але використання терміна "монетарний" також можливе. Існують і винятки. Наприклад, "monetary policy" доцільно перекладати як "монетарна політика" або "грошово-кредитна політика" і меншою мірою доцільно перекладати як "валютна політика".

цьому етапі Угода про створення ЄЕС містила у собі лише незначні положення щодо валютного співробітництва між країнами-членами.

У 1962 р. Європейська Комісія зробила першу пропозицію про створення економічного і монетарного союзу – Меморандум Марджоліна (Marjolin Memorandum). У 1964 р. для інституціалізації співробітництва між центральними банками країн-членів ЄЕС було створено Комітет керівників центральних банків країн-членів ЄЕС (Committee of Governors of the Central Banks of the Member States of the European Economic Community). Цей комітет доповнив Валютний комітет (Monetary Committee), передбачений Угодою про створення ЄЕС. На початку Комітет керівників мав невеликі повноваження, але з часом набув більшого значення.

У цей час Бреттон – Вудська валютна система у світі забезпечувала міжнародну валютну стабільність. Тому стимулів для значного валютного співробітництва було не так багато. Але струс на фінансових ринках у 1968-69 рр. призвів до девальвації французького франка і ревальвації дойчмарки (німецької марки). Це вже загрожувало стабільності й інших валют, а також системи цін у рамках Спільної аграрної політики.

## **1.2. План Вернера**

У 1969 р. на саміті у Гаазі голови країн та урядів вирішили встановити Економічний і монетарний союз (ЕМС) як офіційну мету європейської інтеграції. Групі під керівництвом П.Вернера, Прем'єр-міністра Люксембурга, було доручено створити план досягнення цієї мети до 1980 р. У 1970 р. група Вернера завершила створення звіту з цього питання. У 1971 р. було принципово ухвалено цей план, що мав завершитися створенням єдиної валюти. План передбачав три етапи:

- звуження меж коливань валютних курсів, широкі орієнтири для економічної політики на рівні ЄЕС, координація бюджетної політики, підготовка до внесення змін до Угоди про створення ЄЕС;

- інтеграція фінансових ринків і банківських систем для забезпечення вільного руху капіталу, поступова ліквідація коливань валютних курсів, більш тісна координація короткострокової економічної політики, фіскальних заходів;

- безповоротна фіксація курсів валют країн-членів, конвергенція економічної політики, створення системи центральних банків (ЦБ) на рівні ЄЕС.

Але крах Бреттон-Вудської валютної системи та рішення США відмінити фіксований курс долара у серпні 1971 р. супроводжувалися значною нестабільністю на валютних ринках. Це підірвало впевненість у існуючих фіксованих курсах між європейськими валютами. Тимчасово проект ЕМС був відкладений.

Тим часом у 1972 р. шість країн-членів ЄЕС створили "змію в тунелі" – механізм коливання курсів валют у вузьких межах, які становили +/-2,25 %. До цього механізму приєдналися ще декілька країн, зокрема Великобританія, Ірландія, Данія, Швеція, Норвегія. Але членство не було постійним. Через нафтову кризу курси валют істотно коливалися, деякі країни змушені були покинути цю систему. До 1977 р. у механізмі залишилося декілька країн-учасниць, включаючи ФРН.

Реалізація плану Вернера призвела до обмеженої валютної інтеграції, яка характеризувалася такими досягненнями:

- прив'язка курсів валют, хоча і не жорстка;
- погодження механізмів валютних інтервенцій;
- створення бюджету ЄЕС;
- створення системи взаємного кредитування;
- заснування спільних інституцій: Європейський інвестиційний банк (European Investment Bank), Європейський фонд розвитку (European Development Fund), Європейський фонд валютного співробітництва (European Monetary Co-operation Fund).

Останній був створений у 1973 р. і трансформований у Європейський валютний інститут у 1994 р. Європейський фонд валютного співробітництва мав такі функції:

- забезпечення дотримання меж коливання курсів валют країн-членів ЄЕС і звуження цих меж;
- здійснення валютних інтервенцій;
- розрахунки між національними ЦБ і узгодження політики щодо резервів.

Але обмеженість реалізації плану Вернера була обумовлена такими факторами:

- різниця у рівні розвитку країн-членів ЄЕС;
- різні інтереси країн;
- зовнішні шоки, такі як світова валютна криза, нафтова криза, рецесія;
- недостатній рівень інтернаціоналізації економік;
- психологічна неготовність.

### **1.3. Європейська валютна система**

У 1979 р. було створено Європейську валютну систему (European monetary system). У цьому механізмі брали участь практично всі країни – члени ЄЕС. Основою Європейської валютної системи була прив'язка курсів валют до ЕКЮ (Європейська валютна одиниця – ECU), штучно створеної валюти, курс якої базувався на зваженій середній курсів валют-учасниць цієї системи. Допустимі межі коливання становили  $\pm 2,25\%$  (для італійської ліри  $\pm 6\%$ ). Механізм Європейської валютної системи включав три елементи:

- валютна корзина – ЕКЮ;
- механізм стабілізації курсів валют – Механізм валютних курсів (МВК – Exchange Rate Mechanism (ERM));
- механізм фінансування валютних інтервенцій у рамках Європейського фонду валютного співробітництва.

Досягненнями на цьому етапі стали:

- зростання стабільності валютних курсів;
- створення спільних валютних резервів.

Але залишалися такі проблеми:

- різний рівень економічного розвитку, інфляції та процентних ставок в країнах-членах;
- різне ставлення до швидкості інтеграції;
- частина країн потерпала від значного дефіциту державного бюджету;
- ЕКЮ не став основною валютою розрахунків навіть у межах ЄЕС.

Проте на валютних ринках використання ЕКЮ певною мірою було популярним з метою портфельної диверсифікації та захисту від валютних ризиків. Фактором поширення використання ЕКЮ став випуск боргових цінних паперів установами Співтовариства і державними установами деяких країн-членів.

З ухваленням у 1985 р. Програми створення єдиного ринку стало ясно, що достатня інтеграція ринків не може бути досягнута із збереженням значних транзакційних витрат внаслідок валютнообмінних операцій і ризиків коливань валютних курсів.

На цьому етапі відбувалися такі зміни у механізмі Європейської валютної системи:

- 1979 р. – девальвація датської крони двічі – на 3 і 5 %; ревальвація німецької марки на 2 %;
- 1981 р. – девальвація італійської ліри (двічі) на 6 і 3 %, французького франка на 3 %; ревальвація німецької марки та голландського гульдена на 5,5 %;
- 1982 р. – девальвація бельгійського франка на 8,5 %, датської крони на 3 %, французького франка на 2,5 %, ірландського фунта на 3,5 %, італійської ліри на 2,75 %; ревальвація німецької марки на 4,25 %, голландського гульдена на 4,25 %;
- 1983 р. – девальвація французького франку на 2,5 %, ірландського фунта на 3,5 %, італійської ліри на 2,5 %; ревальвація бельгійського франка на 1,5 %, датської крони на 2,5 %, німецької марки на 5,5 %, голландського гульдена на 3,5 %;

- 1985 р. – девальвація італійської ліри на 6%; ревальвація бельгійського франка, датської крони, німецької марки, французького франку, ірландського фунта, голландського гульдена на 2 %;
- 1986 р. – девальвація французького франку на 3 %, ірландського фунта на 8 %; ревальвація бельгійського франка на 1 %, датської крони на 1 %, німецької марки на 3 %, голландського гульдена на 3 %;
- 1987 р. – ревальвація бельгійського франка на 2 %, німецької марки на 3%, голландського гульдена на 3 %;
- 1989 р. – приєднання іспанської песети з межами коливання курсу до ЕКЮ +/-6 %;
- 1990 р. – звуження меж коливання курсу італійської ліри до +/-2,25 %.

Як бачимо найбільш слабкими валютам у цей період виявилися італійська ліра та ірландський фунт, а найсильнішими – німецька марка і голландський гульден.

#### **1.4. Перший етап створення економічного і монетарного союзу**

У червні 1988 р. з метою вивчення можливостей створення ЕМС<sup>2</sup> було створено комітет під керівництвом Ж.Делора, Президента Європейської Комісії. Іншими членами комітету стали керівники національних ЦБ. Звіт комітету 1989 р. передбачав створення ЕМС у три етапи. В процесі реалізації цього плану потрібно було досягти більшої координації економічної політики, створити правила регулювання величини та фінансування дефіциту державних бюджетів країн, заснувати нову установу

---

<sup>2</sup> В публікаціях можна зустріти два схожих терміни ЕМС (економічний і монетарний союз) і ЄВС (Європейський валютний союз). У першому випадку акцент робиться на тому, що це є черговим етапом європейської інтеграції, у другому – що це валютний союз саме в Європі.



для проведення монетарної політики – Європейський центральний банк (ЄЦБ).

Перший етап розпочався з 1 липня 1990 р. З цієї дати мали бути скасовані обмеження на рух капіталу між країнами-членами. В цей же час Комітет керівників ЦБ країн-членів ЄС одержав додаткові повноваження. Рада мала оцінити прогрес у досягненні економічної та монетарної конвергенції. Країни-члени мали внести зміни у своє законодавство щодо заборони на обмеження руху капіталу, заборони надання національними ЦБ овердрафт-кредитів державним установам і підприємствам, заборони на надання останнім привілейованого доступу до послуг фінансових установ. Передбачалися покращання координації монетарної політики між національними ЦБ, скасування бар'єрів для фінансової інтеграції, моніторинг економічної політики в країнах-членах, координація бюджетної політики.

На цьому етапі в 1992 р. була підписана і в 1993 р. вступила у дію (Маастрихтська) Угода про Європейський Союз (ЄС). У ній містилися положення про створення до кінця століття ЕМС у три етапи з точними датами їх реалізації.

Але в цей період також виникли проблеми. У процесі ратифікації Угоди на валютному ринку виникла чутлива реакція на негативний результат першого референдуму у Данії в червні 1992 р. Були побоювання щодо результатів референдуму у Франції у вересні 1992 р. Перед цим нестабільність виникла у прикордонному з ЄС регіоні. Зокрема, у листопаді 1991 р. ЦБ Фінляндії змушений був девальвувати фінську марку на 12 % відносно ЕКЮ внаслідок колапсу торгівлі з СРСР і банківської кризи. Італія і Великобританія були змушені вийти з МВК у вересні 1992 р. У серпні 1993 р. межі коливання валютних курсів у рамках МВК були розширені до  $\pm 15\%$  для всіх валют крім німецької марки та голландського гульдена.

На першому етапі створення ЕМС відбувалися також інші зміни у механізмі Європейської валютної системи:

- 1990 р. – приєднання фунту стерлінгів з межами коливання курсу  $\pm 6\%$ ;

- 1992 р. – приєднання португальського ескудо з межами коливання курсу +/-6 %; девальвація італійської ліри на 3,5 %, іспанської песети на 5 % і 6 % (після ревальвації на 3,5 %), португальського ескудо на 6 % (після ревальвації на 3,5 %); ревальвація бельгійського франка, датської крони, німецької марки, французького франка, голландського гульдена, фунта стерлінгів та ірландського фунта на 3,5 %;
- 1993 р. – девальвація ірландського фунта на 10 %, португальського ескудо на 6,5 %, іспанської песети на 8 %.

### 1.5. Другий етап створення економічного і монетарного союзу

Другий етап розпочався з 1 січня 1994 р. У цей період країни-члени мали досягти значного рівня конвергенції економічної політики. Для координації монетарної політики та підготовки до впровадження єдиної валюти було створено Європейський валютний інститут (ЄВІ) у Франкфурті. Комітет керівників було перетворено у Раду – керівний орган ЄВІ.

Країни-члени привели національне законодавство у відповідність до Угоди та Статуту Європейської системи центральних банків (ЄСЦБ), особливо щодо незалежності національних ЦБ. Досягнення достатнього рівня економічної конвергенції передбачало відповідність чотирьом (маастрихтським) критеріям конвергенції<sup>3</sup>. Оцінка рівню конвергенції здійснювалася в звітах Європейської Комісії. Ці критерії передбачають:

- стабільність валютного курсу: принаймні протягом двох років не має бути суттєвого девальваційного тиску на валютному ринку відносно валют інших країн-членів, коливання валютного курсу мають відповідати межах у рамках МВК;

<sup>3</sup> Конвергенція означає зближення, в даному випадку, зближення параметрів економік країн. Протилежним явищем є дивергенція.

- стабільність цін: інфляція не має перевищувати більше ніж на 1,5% середню інфляцію в трьох країнах-членах з найнижчою інфляцією;

- стабільність державних фінансів: орієнтиром є дефіцит державного бюджету не більше 3% ВВП і державний борг не більше 60% ВВП (якщо країна майже відповідає цьому критерію і рухається в напрямі повної відповідності, то вважається, що країна може приєднатися до ЄВС);

- низькі процентні ставки (по довгостроковим державним облігаціям): вони не мають перевищувати більше ніж на 2% середню процентну ставку у трьох країнах членах з найнижчою інфляцією.

У 1995 р. на зустрічі лідерів країн-членів ЄС у Мадриді в рамках Європейської Ради було прийнято рішення, що майбутня єдина валюта буде називатися "євро", а третій етап створення ЕМС буде розпочато з 1 січня 1999 р. У грудні 1996 р. ЄВІ презентував дизайн банкнот євро, який виграв конкурс.

У 1997 р. у Амстердамі Європейська Рада ухвалила Пакт стабільності та зростання (Stability and Growth Pact), що мав забезпечити бюджетну дисципліну в країнах-членах після впровадження євро. Пакт передбачає моніторинг країн-членів Європейською Комісією і Радою, а також, після багатьох попереджень, санкції у разі порушення критерію щодо стабільності державних фінансів.

Було утворено новий Механізм валютних курсів (МВК-2), у рамках якого мали прив'язуватися до євро валюти країн-членів ЄС, що залишаються за межами євросони (euro area<sup>4</sup>). Межі коливання курсу валюти до євро залишаються на рівні +/-15%.

3 травня 1998 р. на зустрічі голів країн та урядів у Брюсселі було прийнято рішення, що 11 країн-членів ЄС відповідають критеріям конвергенції та увійдуть до євросони, де як офіційна валюта буде використовуватися євро (хоча лише небагато країн дійсно точно відповідали всім критеріям конвергенції). 1 червня

---

<sup>4</sup> Група країн-членів ЄС, де єдина валюта євро офіційно виконує функції колишніх національних валют.

1998 р. було створено Європейський центральний банк (ЄЦБ) на базі ЄВІ.

На другому етапі створення ЕМС відбувалися також такі зміни у механізмі Європейської валютної системи:

- 1995 р. – приєднання австрійського шилінга з межами коливання курсу  $\pm 15\%$ ; девальвація португальського ескудо на 3,5% та іспанської песети на 7%;
- 1996 р. – приєднання фінської марки та італійської ліри з межами коливання курсу  $\pm 15\%$ ;
- 1998 р. – приєднання грецької драхми з межами коливання курсу  $\pm 15\%$ ; ревальвація ірландського фунта на 3%.

31 грудня 1998 р. закінчилося функціонування Європейської валютної системи як етапу валютної інтеграції в Європі.

## **1.6. Третій етап створення економічного і монетарного союзу**

1 січня 1999 р. курси валют 11 країн-членів ЄС було безповоротно зафіксовано до євро. Це був початок функціонування ЕМС і спільної валюти євро. Але передбачалося, що протягом трирічного перехідного періоду євро буде функціонувати лише у безготівковій формі та використовуватися паралельно з національними валютами країн єврозони. В цей же час стали обов'язковими бюджетні правила. ЄЦБ разом з національними ЦБ країн єврозони розпочав проводити єдину монетарну політику в рамках єврозони.

Під час переговорів Великобританія одержала право не приєднуватися до виконання третього етапу створення ЕМС. У 2000 р. на референдумі в Данії громадяни проголосували проти впровадження євро, тому Данія вирішила зробити так само, як Великобританія. У 2000 р. було прийнято рішення, що Греція зможе приєднатися до єврозони з січня 2001 р. Щодо Швеції, то в 2003 р. вона проголосувала проти приєднання до єврозони.

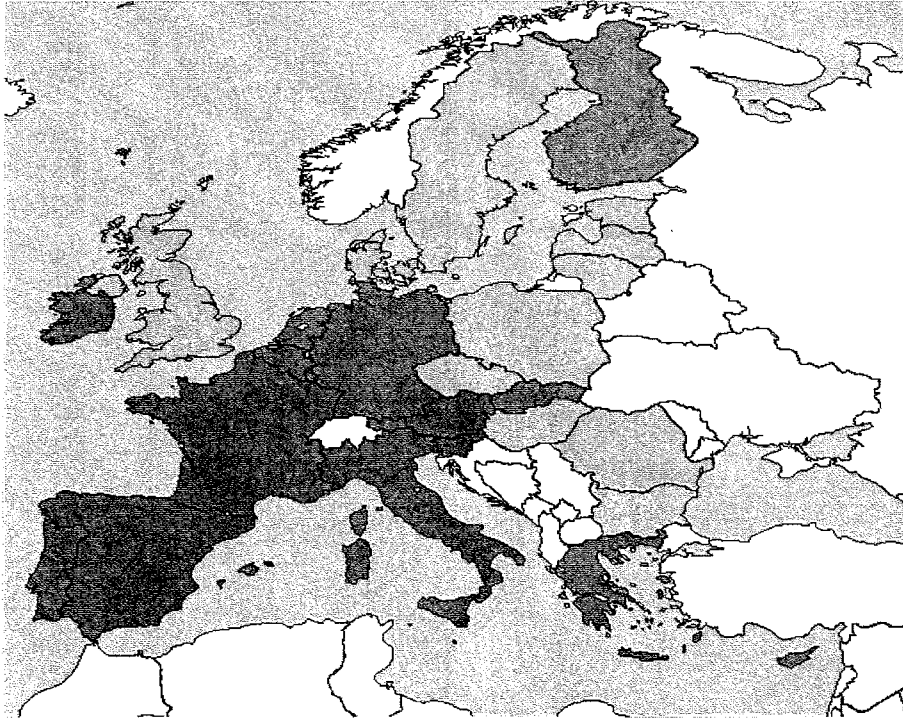
Нові країни-члени, які приєдналися до ЄС 1 травня 2004 р. (Естонія, Кіпр, Латвія, Литва, Мальта, Польща, Словенія, Словаччина, Угорщина, Чеська Республіка) і 1 січня 2007 р. (Болгарія та Румунія), мають зобов'язання приєднатися до єврозони, як тільки вони будуть відповідати маастрихтським критеріям конвергенції. У 2007 р. першою приєдналася до єврозони Словенія. В 2008 р. це зробили Мальта і Кіпр, а в 2009 р. – Словаччина.

Таким чином, у 2010 р. єврозона включає 16 країн-членів ЄС (Австрія, Бельгія, Греція, Ірландія, Іспанія, Італія, Кіпр, Люксембург, Мальта, Нідерланди, Німеччина, Португалія, Словаччина, Словенія, Фінляндія, Франція). Окремі частини єврозони розташовані за межами Європи, такі як заморські департаменти Франції (Гваделупа, Мартініка, Реюньон, Французька Гвіана), острови Мадейра та Канарські острови. У табл. 1.1. показані основні показники єврозони порівняно з іншими економічними центрами світу.

Отже, ми бачимо, що єврозона переважає інші економічні центри за населенням, часткою державних витрат, обсягами міжнародної торгівлі.

## **1.7. Впровадження готівкового євро**

Перед впровадженням готівкового євро проводилася інформаційна кампанія, яка фокусувалася на питаннях дизайну банкнот та монет, їх номіналу, захисту від підробки, обміну національних валют на готівкові євро. Кампанія була спрямована на фінансові установи, торговельні підприємства, поліцію, транспортні фірми та, звичайно, широку громадськість. Вона коштувала ЄЦБ 80 млн євро. Крім того проводили відповідні заходи самі країни єврозони. Європейська комісія, міністерства, банки та торговельні асоціації разом витратили півмільярда євро на інформаційні кампанії протягом 1996-2001 рр.



**Рис. 1.1. Територія єврозони та ЄС.**

Примітка: темно-сірим кольором позначені країни єврозони, світло-сірим кольором позначені країни, що є членами ЄС, але не входять до єврозони.

Таблиця 1.1.

**Основні економічні показники єврозони,  
США і Японії станом на 2008 р.**

<b>Показник</b>	<b>Од. виміру</b>	<b>Єврозона</b>	<b>США</b>	<b>Японія</b>
Населення	млн	328	305	128
ВВП (частка від світового)	%	15,7	20,6	6,3
ВВП на душу населення	€ тис.	28,2	40,3	28,8
Рівень безробіття (частка від робочої сили)	%	7,6	5,8	4,0
Загальний уряд:				
валовий борг	% ВВП	69	56	162
витрати	% ВВП	47	35	36
Експорт товарів та послуг	% ВВП	23	13	18
Імпорт товарів та послуг	% ВВП	22	18	18
Експорт (частка від світового)	%	28,7	8,1	4,9
Баланс поточного рахунку	% ВВП	-1,53	-4,9	3,2

Джерело: <http://www.ecb.int/mopo/eaec/html/index.en.html>.

На початку ЄЦБ не мав наміру розкривати особливості дизайну та особливості захисту банкнот до вересня 2001 р. Але оскільки необхідно було інформувати багато людей (наприклад, касирів магазинів), цю інформацію почали розповсюджувати з січня 2001 р. Із березня 2001 р. спеціально надруковані зразки банкнот з надписом "без вартості" були розповсюджені серед організацій, що опікуються людьми з вадами зору.

У вересні 2001 р. банки та торгові підприємства одержали перші банкноти та монети. Для того, щоб призвичаїтись до нових монет, фізичні особи могли придбати невеликі набори монет вже в середині грудня 2001 р.

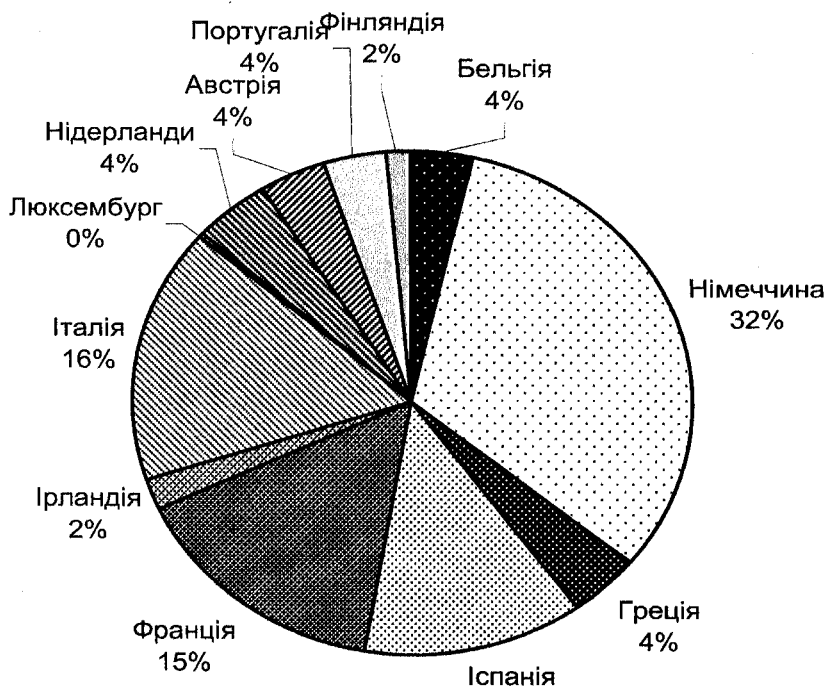


Рис.1.2. Первинні обсяги випущених готівкових євро відповідно до часток національних ЦБ (округлено до цілих чисел)

Джерело: How the Euro Became Our Money. A Short History of the Euro Banknotes and Coins. – ECB, 2007. – 91 р.



Процес обміну національних валют на готівкові євро розпочався на самому початку 2002 р. Це була найбільша операція з конвертації валют. Було випущено і розповсюджено більше 15 млрд банкнот і 51 млрд монет.

Були також проблеми. У перші числа січня люди масово почали відвідувати банки для того, щоб зняти євро з рахунків або обміняти національні валюти на євро, виникали черги. У перші дні при покупках споживачі намагалися витратити спочатку національну валюту, а вже потім євро. Для того, щоб надавати покупцям решту, продавцям необхідно було тримати готівку у більших обсягах, оскільки вони не могли давати решту у національних валютах. Багато було покупців, що використовували банкноти з великим номіналом. Це стимулювало утворення черг.

Але у цей час більше 7 тис. інкасаторських транспортних засобів використовувалися на повну потужність. Тому виникали лише окремі випадки нестачі банкнот чи монет певного номіналу. Коли це було потрібно, національні ЦБ країн-членів допомагали один одному. Наприклад, Франція одержала 100 млн 50-центових монет від Іспанії.

Поступово національні валюти виходили з обігу. 28 лютого було останньою датою, коли національні валюти ще мали статус законного платіжного статусу, але деякі країни – члени припинили паралельний обіг національної валюти разом з євро ще раніше. Вже 4 січня 2002 р. частка євро у готівкових платежах досягла 55%, а 16 січня – 95%.

Інформаційні кампанії продовжувалися і надалі, коли інші країни приєднувалися до євросони. Використовувалися опитування думок громадськості, реклама, прямий маркетинг. Наприклад, більше 900 тис. екземплярів різних публікацій було розповсюджено ЦБ Кіпру. Це було більше ніж один екземпляр на одного громадянина Кіпру. Кожне домогосподарство одержало картки з зображенням банкнот євро, де були вказані основні особливості захисту банкнот від підробки.

## Питання по темі

1. Якими були перші післявоєнні кроки в сфері валютної інтеграції країн – майбутніх членів ЄС?
2. Якими були основні мотиви та перешкоди для валютної інтеграції?
3. Вирішення яких завдань передбачав План Вернера?
4. Якими були досягнення в процесі реалізації Плану Вернера?
5. Якими були досягнення Європейської валютної системи?
6. Якими були структурні елементи Європейської валютної системи?
7. Якими були особливості функціонування ЕКЮ?
8. Курс яких валют переважно зростав за часів існування Європейської валютної системи, а яких – знижувався?
9. Якою була роль інституцій у процесі валютної інтеграції в Європі?
10. Охарактеризуйте стадії формування ЄВС.
11. Якими були особливості валютної кризи в Західній Європі на початку 1990-х рр.?
12. Охарактеризуйте критерії конвергенції та їх використання.
13. Які функції виконували МВК і МВК-2?
14. В якій послідовності країни приєднувалися до єврозони?
15. Чому не всі країни-члени ЄС увійшли до єврозони?
16. Порівняйте за різними показниками єврозону та інші провідні економічні центри світу.
17. Охарактеризуйте організацію впровадження готівкового євро.

## ГЛАВА 2. ПЕРЕДУМОВИ ТА НАСЛІДКИ ВПРОВАДЖЕННЯ ЄВРО

### 2.1. Передумови ефективної валютної інтеграції

Валютна інтеграція призводить до позитивних наслідків, якщо для цього є достатні передумови. Передумови, необхідні для проведення ефективної монетарної (валютної) інтеграції розглядаються у рамках теорії оптимального валютного простору. Оптимальний валютний простір передбачає існування фіксованих курсів між валютами обмеженого кола країн і плаваючих курсів цих валют по відношенню до валют інших країн. Як частковий випадок оптимального валютного простору можна розглядати валютний союз, у рамках якого існує спільна для країн валюта (замість декількох валют, курс між якими зафіксовано). Учасники інтеграційного об'єднання, що утворює оптимальний валютний простір, не можуть використовувати валютну політику для регулювання економічних зв'язків між країнами-членами об'єднання (як у випадку єврозони) або можливості для цього суттєво обмежені.

Розглядаються такі передумови успішної валютної інтеграції.

1. Високий рівень фінансової інтеграції та мобільності капіталу між країнами. За цієї умови надмірні коливання курсів валют негативно відображаються на фінансовій стабільності, а витрати на обмін валют негативно відображаються на міжнародному руху капіталу. Це підштовхує країни до валютної інтеграції для уникнення таких проблем.

2. Високий ступінь відкритості економіки, який вимірюється, зазвичай, як відношення зовнішньоторговельного обороту до ВВП. Це сприяє тому, що використання девальвації менш доцільне, оскільки суттєво збільшує витрати на виробництво, через високу частку імпортованих компонентів.

3. Високий рівень диверсифікації виробництва і експорту. Це сприяє більшій стабільності експорту за значних змін світових цін на окремі товари, а тому менше буде виникати потреб у стимулюванні експорту за допомогою девальвації.

4. Достатній рівень структурної подібності країн. Наприклад, якщо для країни А важливим є експорт певного товару, а для країни Б імпорт цього товару, то у разі значного зменшення цін на цей товар, потреби у зміні курсу валют країн А і Б будуть протилежними.

5. Домінування спільних шоків для країн-членів – пов'язана з попередньою передумовою. Вплив одних й ті ж зовнішніх шоків на економіки країн-учасниць не має бути суттєво різним.

6. Синхронність економічних циклів. З цим пов'язана висока кореляція між темпами економічного зростання, реальною зарплатою або іншими важливими показниками у країнах – учасниках. Це уберігає від того, що, наприклад, рестрикційна єдина монетарна політика буде корисною для країн-членів, де спостерігається перегрів економіки, і згубною для країн-членів, що знаходяться у стадії рецесії.

7. Спільний трансмісійний механізм монетарної політики (сукупність причинно-наслідкових зв'язків між економічним явищами, за допомогою яких застосування засобів монетарної політики впливає на важливі економічні показники країни або інтеграційного об'єднання).

8. Достатня довіра до національних валют країн-учасниць. Якщо такої довіри не має, курси національних валют важче зафіксувати в умовах можливого спекулятивного тиску. А якщо впроваджується єдина валюта замість національних валют країн-учасниць, яким мало довіряють, то і до єдиної валюти важче буде створити довіру.

9. Відсутність первинної недооцінки чи переоцінки валют. Це забезпечує від консервації платіжних дисбалансів країн-членів.

10. Близькі темпи інфляції в країнах-учасниках. Це зменшує потреби у проведенні девальвації для покращання сальдо платіжного балансу країною, де інфляція вище.

11. Висока гнучкість цін та заробітної плати. Це зменшує потреби у використанні зміни валютного курсу для недопущення безробіття в одних країнах-членах та інфляції в інших.

12. Висока мобільність робочої сили.

13. Високий рівень політичної та загальноекономічної інтеграції (від координації економічної політики до єдиної політики по окремих секторах, наприклад єдиної фінансової політики). Це краще дозволяє усунути негативні наслідки асиметричних шоків (які сильно впливають на економіку одних країн-членів і слабко на економіку інших країн-учасників), не вдаючись до девальвацій чи ревальвацій.

14. Механізм міждержавних трансфертів для компенсації несприятливих наслідків шоків для окремих країн-членів як складова попередньої передумови.

15. Наявність центральної країни – лідера інтеграції та / або існування розвиненої системи інститутів та зв'язків між країнами, які роблять вихід із валютного інтеграційного об'єднання важким.

16. Солідарність, як здатність країн слідувати спільним інтересам, іноді поступаючись власними інтересами.

17. Здатність делегувати монетарну політику міжнародній інституції, яка має бути підзвітною, репрезентативною та ефективною.

18. Культура прозорості монетарної політики.

Хоча існує і точка зору, що ці передумови можуть формуватися у процесі валютної інтеграції. Країна може більше відповідати умовам вступу до валютного союзу вже після вступу внаслідок самого ступу або в процесі підготовки до цього. Це ставить під сумнів цінність теорії оптимального валютного простору для прогнозу успішності утворення чи приєднання до валютного союзу.

Ще на першому етапі формування ЕМС – у 1992 р. 62 німецьких професорів з економіки підписали маніфест "Маастрихтські рішення в сфері монетарної політики: небезпека для Європи", а в 1998 р. 160 підписів одержав маніфест "Євро приходить надто рано". Основні аспекти критики у маніфестах такі:

- маастрихтські критерії конвергенції не забезпечують існування оптимального простору;
- пакт стабільності та зростання не є достатнім для забезпечення фіскальної стабільності у довгостроковому періоді;

- різниця в національних інтересах може поставити під сумнів незалежність ЄЦБ;
- єдина монетарна політика в умовах різної економічної структури країн призведе до дивергенції, а не конвергенції країн;
- впровадження єдиної валюти знизить конкурентоспроможність економічно слабших країн;
- позитивні наслідки від впровадження євро переоцінені;
- євро впроваджується занадто рано, важливіше досягнути успішного впровадження єдиної валюти, а не швидшого;
- якщо відстрочити впровадження євро неможливо, критерії конвергенції мають бути застосовані без винятків, тому єврозона може включати на початку і невелику групу країн.

## **2.2. Вплив на ціни**

Ще в перехідний трирічний період для великих компаній не було проблемою перейти на встановлення цін в євро, оскільки був досвід використання декількох валют. Дещо інша ситуація була з малими компаніями. В будь-якому випадку жодна компанія не могла повністю перейти на ціноутворення в євро, оскільки споживачі використовували національні валюти. Інфляція в цей час зростала з 1,1% у 1999 р. до 2,5% у 2001 р. Це було результатом зростання світових цін на нафту і знеціненням євро відносно долара.

У 2002 р. було впроваджено готівкове євро. Річна інфляція в січні 2002 р. порівняно з попереднім місяцем зросла з 2% до 2,7% у річному вимірі. Але це було зростання внаслідок підвищення окремих податків, цін на нафту та продукти харчування. Згідно публікацій ЄЦБ сама по собі операція з обміну національних валют на євро підвищила ціни на величину лише на 0-0,16% відносно місячного тренда. Але населення відчуло зростання цін у цей період. 67-84% опитаних говорили про те, що

ціни округлювалися більше у вищу сторону під час переходу на готівкове євро. Сприйняття підвищеної інфляції пояснювалося такими факторами.

1. Споживачі формують свої суб'єктивні уявлення про інфляцію на основі товарів і послуг, що часто купуються (послуги громадського харчування тощо), а саме в цій сфері ціни підвищилися більше за все під час впровадження готівкового євро.

2. У кінці року фірми часто змінюють ціни та, як правило, в більшу сторону.

3. Зростання цін привертає увагу більше ніж зниження або стабільні ціни. Так само зростання цін більше зберігається у пам'яті.

4. Іноді зростання ціни пов'язане із зростанням якості. При підрахунку гармонізованого індексу споживчих цін ураховується лише зростання цін, що не пов'язане із зростанням якості.

Розглянемо тепер більш довгострокові наслідки. Ефект від ліквідації різних транзакційних витрат еквівалентний 1% ВВП. Йдеться про транзакційні витрати пов'язані з:

- операціями обміну валют;
- операціями хеджування проти несприятливих для компаній змін валютного курсу;
- транскордонними платежами в іноземній валюті, які зазвичай є дорожчими та повільнішими ніж платежі всередині країн;
- управлінням декількома валютними рахунками та обліком у декількох валютах.

Впровадження єдиної валюти також сприяло ціновій прозорості: споживачам і підприємствам стало легше порівнювати ціни в одній валюті замість у різних валютах. Це підвищує конкуренцію на ринку євросони, що стримує зростання цін. У результаті протягом років інфляція залишалася помірною, незважаючи на негативні цінові шоки на світових ринках.

Якщо в 1990-ті рр. інфляція становила в середньому 3,3 %, то в першу декаду існування євро – лише 2,2 %. І це було нижче ніж у США, де вона становила 2,8 %.

Дисперсія інфляції (різниця в темпах інфляції) по країнах євросони в цілому суттєво знизилася з 1990-х рр. і зараз наближається до рівня дисперсії між штатами всередині США. Вона знижувалася ще до впровадження євро і в 1999 р. навіть трохи підвищилася, але з 2004 р. досягла рівня 1999 р. і продовжувала

знижуватися до 2008 р. Дисперсія інфляції в 1990-х рр. знижувалася внаслідок намагання країнами-членами ЄС відповідати критеріям конвергенції. Тимчасове зростання дисперсії в 1999 р. має декілька пояснень.

1. Конвергенція рівнів цін. Країни перед входженням до валютного союзу мали різні рівні цін. Вирівнювання цін передбачає підвищену інфляцію в країнах з нижчим рівнем цін і нижчу інфляцію в країнах з вищим рівнем цін.

2. Конвергенція продуктивності праці. Країни з нижчим рівнем продуктивності, які швидко наздоганяють у цьому інші країни, відчувають підвищену інфляцію. На початку різниця у продуктивності праці між країнами спостерігається саме у секторі торгових товарів (що є об'єктом міжнародної торгівлі), а не в секторі неторгових товарів (що не є об'єктом міжнародної торгівлі). Наприклад, у високорозвиненій країні з сучасним обладнанням робітник може виробити за годину 1000 деталей (приклад торгового товару), а в низько розвиненій з застарілим обладнанням – лише 100. У той час як в обох країнах робітник у сфері послуг може за годину зробити зачіску (ця послуга є прикладом неторгового товару) 3 людям. Якщо в малорозвиненій країні починає швидко зростати продуктивність праці в секторі виробництва торгових товарів (перший сектор), зростає зарплата робітників. Але на ціни це мало впливає оскільки зростання зарплати компенсується меншою кількістю витрат праці на одиницю продукцію. Швидше за все ціни на торгові товари трохи знизяться. Але зростання зарплат у першому секторі призводить до відтоку робітників з сектору виробництва неторгових товарів (другий сектор), а отже через нестачу працівників зарплати зростають і в другому секторі. Ціни на неторгові товари зростають, оскільки в другому секторі зростання зарплати не компенсується зростанням продуктивності праці. В результаті в країні може спостерігатися підвищена інфляція.

3. Різні фази економічного циклу у країнах. На різних фазах інфляція об'єктивно буде різною.



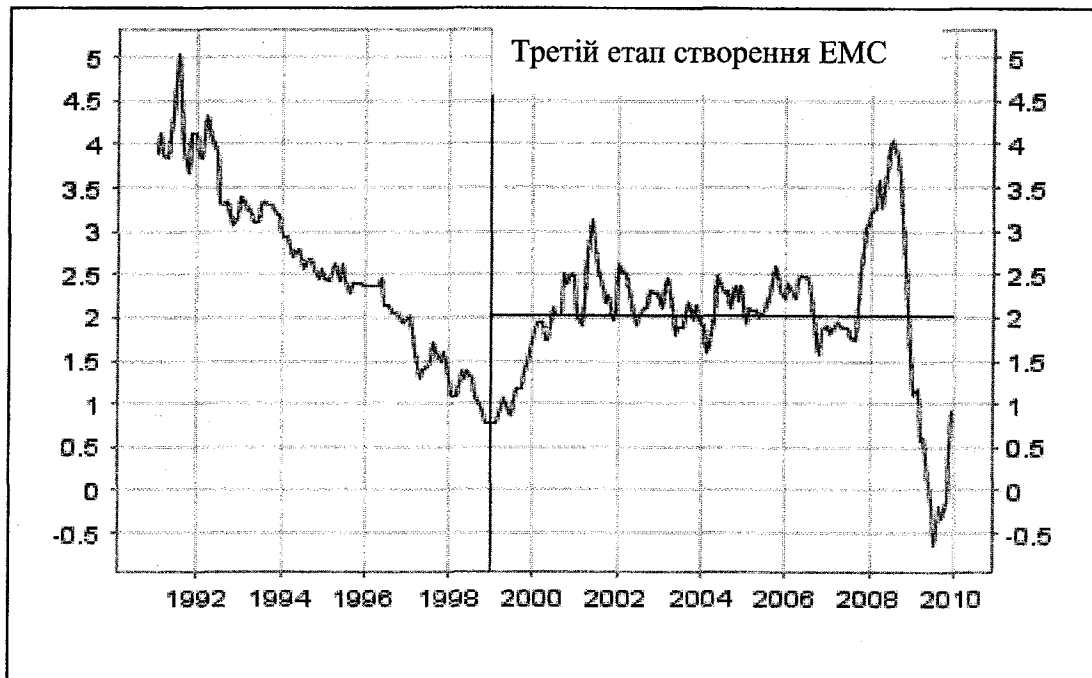


Рис.1.1. Інфляція в єврозоні за гармонізованим індексом споживчих цін

Джерело: <http://www.ecb.int>.

4. Різні реакції країн на зміни валютного курсу. На початку існування євро, його курс знижувався. Особливості торгівлі країн євросони з країнами за межами євросони полягли в основу різної реакції економік на знецінення євро. У країнах, що більше імпортували з-за меж євросони, більше зростання імпортних цін призводило до більшої інфляції в цілому. Цей фактор також пояснює посилення конвергенції інфляції після 2003 р., коли курс євро підвищувався.

Навряд чи варто очікувати повної конвергенції інфляції в межах євросони. В 1999-2004 рр. чітко виділялися дві групи країн: з низькою інфляцією (Німеччина, Франція, Бельгія, Австрія, Фінляндія) і з підвищеною інфляцією (Іспанія, Нідерланди, Греція, Португалія, Ірландія). Італія знаходилася посередині.

### **2.3. Вплив на економічний розвиток**

У 1999-2000 рр. – перші роки існування євро – економіка євросони зростала в середньому на 3% у рік. Але зростання уповільнилися в 2001 р. внаслідок зростання цін на нафту, падіння цін на акції та терористичних актів 11 вересня. До 2001 р. безробіття знизилося до 8,3% внаслідок економічного зростання, структурних реформ, помірному зростанню зарплат.

Чітко визначити вплив впровадження євро на економічне зростання важко. З одного боку, рестрикційний характер монетарної політики в процесі створення ЄМС пригнічував економічне зростання. Але це не стосується країн, де з впровадженням євро процентні ставки знизились і це стимулювало економічне зростання.

Якщо порівняти роки декілька років до 1999 р. і після цього, то темпи зростання ВВП мало змінилися (приблизно 2 % на рік). Але багато розвинених країн за межами євросони досягли більших темпів зростання ВВП після 1999 р. У цілому макроекономічні тенденції в євросоні були порівняні з тенденціями в США та Великобританії, але в євросоні були кращі тенденції щодо зайнятості. Безробіття в євросоні (в 2007 р. – 7,3 %) досягло найнижчого рівня за останні 25 років. У 1999 – 2008 рр. темпи зростання зайнятості вдвічі перевищували цей показник у попереднє десятиліття.

Дисперсія темпів зростання ВВП по країнах з 1980-х рр. коливалась і продовжувала це робити протягом трирічного перехідного періоду. Дисперсія безробіття знижувалася з 1994 р. і продовжувала це робити це після 1999 р.

У таких країнах як Греція і Фінляндія зростання ВВП різко прискорилося після впровадження євро. Протилежна ситуація склалася в Німеччині та Італії. У Німеччині темпи економічного зростання знизилися з 2,5-3% до 1,5% на рік. В Італії як до так і після впровадження євро зростання ВВП становило лише 1,5% на рік.

Можна використовувати розрив у ВВП (output gap) – різницю між дійсним ВВП і потенційним – для визначення фази економічного циклу. Існувала конвергенція країн єврозони за цим показником до 1999 р. Частково це можна пояснити фіскальною конвергенцією в рамках прагнення дотриматися маастрихтських критеріїв конвергенції. Тенденція тимчасово перервалася у 1999-2000 рр. У 2003 р. було досягнуто найнижчого рівня дисперсії розриву у ВВП по країнах єврозони. Але до 2008 р. дисперсія збільшилася і досягла рівня перед 2000 р. Тобто, якщо дисперсія інфляції в цілому зменшувалася, то дисперсія розриву у ВВП – ні. Цьому є декілька пояснень.

1. Різниця у характері попиту. Характер попиту значною мірою визначається характером фіскальної політики. Лише частина країн-членів проводила антициклічну фіскальну політику з часу впровадження євро. Інші могли проводити навіть проциклічну політику.

2. Різний вплив єдиної монетарної політики в умовах дисперсії інфляції. Якщо існує єдина процентна ставка, країна з високою інфляцією матиме низьку реальну проценту ставку. Це стимулюватиме зростання її економіки. Протилежна ситуація буде у країні з низькою інфляцією. Більше того, цей ефект сам себе підтримує. Країни з низькими темпами економічного зростання часто мають низькі темпи інфляції, а країни з швидкими темпами економічного зростання матимуть підвищену інфляцію.

3. Різний вплив єдиної валюти в умовах дисперсії інфляції. Країни єврозони мають однаковий номінальний курс єдиної колективної валюти до іноземних валют. У країнах з високою інфляцією реальний курс євро буде зростати, конкурентоспромо-

жність виробників знижуватиметься, економічне зростання уповільнюватиметься. В країнах з низькою інфляцією реальний курс євро буде зменшуватися, конкурентоспроможність виробників підвищуватиметься, економічне зростання прискорюватиметься. Цей ефект залежить від конкретної країни. Наприклад, експорт в Італії та Франції є більш еластичним по валютному курсу ніж у Німеччині. Тому Італія і Франція більше потерпають від ревальвації євро.

Останні два ефекти протилежні. Вони компенсують один одного, але, ймовірно, не повністю. Італія, Іспанія, Португалія, Греція та Ірландія скористалися перевагами меншої реальної процентної ставки, але потерпали від реальної ревальвації євро, тому їх платіжні баланси опинилися в дефіциті. У Німеччині ситуація була протилежною (див. табл.2.1).

Таблиця 2.1.

**Поточний рахунок платіжного балансу, % ВВП**

<b>Країна</b>	<b>1999</b>	<b>2001</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
Німеччина	-1,3	0,0	2,0	4,7	5,2	6,1	7,6	7,3
Нідерланди	3,8	2,4	5,5	7,5	7,2	8,3	6,6	5,6
Австрія	-3,2	-1,9	-0,2	0,5	1,1	2,4	3,2	2,8
Франція	2,6	1,7	0,4	0,5	-0,9	-1,3	-1,2	-2,8
Італія	0,7	-0,1	-1,3	-0,9	-1,6	-2,6	-2,5	-2,8
Ірландія	0,6	-0,6	-0,0	-0,6	-3,5	-4,2	-5,4	-5,0
Греція	-3,6	-7,2	-6,4	-5,6	-7,1	-11,1	-14,1	-14,0
Іспанія	-2,9	-3,9	-3,5	-5,3	-7,4	-8,9	-10,1	-10,1
Португалія	-8,6	-9,9	-6,1	-7,6	-9,5	-10,1	-9,8	-12,1

Джерело: Ohr R. European Monetary Union at Ten: Had the German Maastricht Critics Been Wrong? Discussion Paper No. 141. – University of Goettingen, May 2009. – 24 p.

Якщо розглянути кореляцію між темпами зростання реально-го ВВП, то між єврозоною і більшістю її країн у 2001-2008 рр. спостерігалася висока кореляція, навіть 95% у випадку Фінляндії та Нідерландів. Але є і винятки: 23% (Ірландія), 4% (Греція).

#### **2.4. Вплив на зовнішню торгівлю**

У перехідний трирічний період знецінення євро підвищило конкурентоспроможність економіки єврозони та сприяло зростанню експорту. Поточний рахунок платіжного балансу покращувався, і в 2001 р. знаходився у невеликому профіциті (пізніше із зростанням курсу євро він опинився у дефіциті).

Повний перехід на євро сприяв інтеграції ринків у ЄС шляхом:

- усунення валютних ризиків при торгівлі в середині ЄС;
- зниження транзакційних витрат;
- підвищення прозорості цін.

Після 2002 р. 12% споживачів ЄС стали більше зацікавлені у купівлі товарів в іншій країні-члені ЄС. 32% підприємств ЄС стали більше зацікавлені у продажі товарів закордоном. За оцінками, впровадження євро збільшило торгівлю всередині єврозони на 5-15% (більш попередні оцінки передбачали очікуване зростання зовнішньої торгівлі між країнами єврозони на величину від 20 до 200%). З 1999 до 2006 р. експорт та імпорт товарів всередині єврозони зросли з 27% до 32% ВВП. У цей же час міжнародна торгівля з країнами за межами єврозони зросла з 24% до 33%. Тобто ефекту відхилення торгівлі не відбулося. Торгівля із зовнішнім світом полегшилася для фірм країн єврозони, зокрема, й тому, що оплата чи встановлення цін у торговельних контрактах часто відбувалося в євро – валюті яка набула популярності у світі.

Щодо міжнародної торгівлі послугами, впровадження євро особливо сприяло подорожам між країнами єврозони: вже не було необхідним обмінювати валюти після перетину кордону. Подорожі громадян країн єврозони за її межі також стали більш

зручними, так як євро часто використовується як міжнародна валюта в багатьох місцях для туризму у світі.

## 2.5. Вплив на фінансові ринки

Із впровадженням євро деякі країни-члени одержали користь від менших процентних ставок і кращого доступу до кредитних ринків (особливо це стосується Ірландії, Греції, а також Іспанії та Португалії). Це стимулювало купівлю товарів, зокрема й нерухомості, сприяло зростанню вартості активів, дозволило збільшити строки кредитування.

За розрахунками, процентні ставки, за якими кредитує комерційні банки ЄЦБ, стали нижчими, ніж були б аналогічні ставки національних ЦБ країн єврозони, якщо би вони продовжували проводити самостійну монетарну політику. Особливо це справедливо щодо періоду 1999-2000 рр. Яскравий виняток становить Німеччина (не враховуючи 2001-2002 рр.), яка переважно понесла втрати від більшої процентної ставки. Але економічне зростання, стимульоване зниженням процентних ставок, у решті країн єврозони, ймовірно, сприяло збільшенню до них експорту Німеччини, тим самим стимулюючи економічне зростання в самій Німеччині. Який з цих ефектів був переважним однозначно важко встановити.

Євро збільшив інвестиційний потенціал єврозони шляхом усунення ризику зміни валютного курсу для операції всередині єврозони та посилення конкуренції в рамках інтегрованого ринку. Накопичені прямі іноземні інвестиції між країнами єврозони зросли з 1999 до 2006 р. з 14 % до 26 % ВВП.

До впровадження євро фінансові ринки були за своїм характером національними. Їх інтеграції сприяли впровадження євро та спільного регуляторного середовища. Всередині першої декади ХХІ ст. ринок міжбанківських короткострокових кредитів вже був повністю інтегрований. Достатньо інтегрованим став ринок облігацій, деномінованих у євро. Зростала інтегрованість ринку акцій єврозони. Посилились об'єднання та поглинання у фінансовому секторі. Переваги від інтеграції ринку облігацій та

акцій у ЄС оцінювалися у 1 процентний пункт додаткового зростання ВВП протягом десятилітнього періоду.

Відбулися зміни в характері споживання та інвестування. Інвестори тепер мають кращі можливості для диверсифікації. Вони все більше орієнтуються на вибір серед галузей, а не серед країн. Диверсифікація знизила ризики та дозволила робити більш ризиковані інвестиції. Споживання стало менше залежати від рівня заощаджень у країні внаслідок двох факторів:

- покращилися можливості запозичувати за кордоном;
- внаслідок диверсифікації інвестицій зменшилася залежність вартості активів у власності споживачів від економічної кон'юнктури всередині їх країни.

Ймовірно, євро сприяв посиленню фінансової відкритості єврозони. Порівнюючи дані за 1999 і 2005 рр., активи резидентів єврозони за кордоном зросли з 87 % до 124 %, зобов'язання – з 92 % до 137 %.

Щодо валютного ринку, то з 1999 р. євро одразу швидко знецінився відносно долара більш ніж на 20 %. Але після цього його курс підвищився. Неодноразово євро показувало себе як валюта більш сильна, ніж долар.

## **2.6. Вплив на стійкість до шоків**

Із впровадженням єдиної валюти країни вже не можуть проводити незалежну монетарну політику. Вони не можуть самостійно змінювати валютний курс та процентні ставки для протидії зовнішнім шокам та негативним змінам у конкурентоспроможності своїх економічних суб'єктів. Також єдина монетарна політика може бути неоднаково корисною для країн за умов різних тенденцій у країнах-учасниках щодо динаміки цін, зарплат та продуктивності.

Звичайно, зміною валютного курсу можна компенсувати негативну дію деяких шоків (наприклад девальвація може вирішити проблему скорочення експорту до країни, яка опинилася у рецесії). Але надмірні коливання валютного курсу самі по собі джерелом шоків. Протидіяти таким надмірним коливанням лег-

ше в рамках ЕМС. Оскільки економіка єврозони є великою і 50-75 % (залежно від країни) міжнародної торгівлі країн-членів знаходиться в межах єврозони, курс євро легше стабілізувати у випадку значних зовнішніх шоків ніж курс раніше існуючих національних валют. У рамках ЕМС необхідно зберігати менше золотовалютних резервів для підтримки єдиної валюти, ніж для підтримки окремих валют країн їх національними ЦБ. Дослідження Європейської Комісії в період підготовки до впровадження євро показувало ЄЕС краще б був підготовлений до економічних шоків 1970-1980 рр., якщо б вже тоді існувала єдина валюта, особливо це стосується нафтових криз.

Практика показує, що за єдиної монетарної політики існує більше стимулів проводити антиінфляційну політику, оскільки більший вплив при прийнятті рішень мають країни, що схильні проводити більш рестрикційну монетарну політику (такі як Німеччина). У результаті антиінфляційна політика поширюється і на країни, де раніше проводилася самостійна проінфляційна монетарна політика. З іншого боку, через занадто рестрикційний характер єдина монетарна політика стає об'єктом критики, оскільки може стримувати економічне зростання і сприяти безробіттю.

У будь-якому випадку, в умовах вільного руху капіталу можливості проводити незалежну монетарну політику обмежені. Тому мають існувати й інші компенсаційні механізми для зовнішніх шоків.

Цікавим є дослідження на прикладі США. У разі виникнення специфічного для штату шоку для валового продукту штату (його можна розглядати як еквівалент ВВП країни в єврозоні) його дія компенсується на 39 % ринками капіталу США. Ще 23 % компенсує кредитний канал і 13 % – федеральний бюджет. 10 % шоку залишається некомпенсованим. Таким чином, більше 60 % специфічного для штату шоку компенсується фінансовими ринками та фінансовими інституціями, і цей ефект більший за ефект від федерального бюджету. Екстраполюючи результати на єврозону, можна сказати, що інтеграція фінансових ринків внаслідок валютної інтеграції є також важливою для компенсації специфічних для країн-учасниць шоків.



Сучасна світова фінансова криза 2007-2010 (?) рр. стала новим викликом. З одного боку маленькі країни (наприклад, Данія, Ісландія) за межами єврозони одержали стимул приєднатися до ЄВС. З іншого боку, час від часу обговорюється доцільність виходу з єврозони та впровадження нових національних валют країнами, що найбільше постраждали від кризи.

Можливість виходу з ЄВС чітко не прописана в Маастрихтській угоді. Право виходу з ЄС прописано було в проекті конституції та Лісабонській угоді. Ймовірно, ці правила можна було б застосувати й до виходу з ЄВС. Проте вихід з ЄВС навряд чи буде корисним. Девальвація могла би стимулювати експорт країни, що вийшла з ЄВС. Але премія за ризик збільшила би процентні ставки в країні. Оскільки борг деномінований у євро, його обслуговування стало би занадто дорогим. Проте погроза виходу з ЄВС часто використовується з міркувань посилення свого впливу при прийнятті рішень у рамках єдиної монетарної політики або для одержання фінансової допомоги. Якщо такі погрози йдуть від невеликої кількості малих країн, особливих проблем не виникає. Інша ситуація може виникнути, якщо з розширенням єврозони частка таких країн збільшиться або якщо цим займатимуться великі країни.

## **2.7. Наслідки організаційно-технічного та психологічного характеру**

Повні витрати на переналаштування всіх систем і впровадження євро становили 500 млрд євро.

**Юридичні документи.** З 1999 р. всі посилання на ЕКЮ в юридичних документах були замінені на євро (за курсом 1:1). Посилання на національні валюти протягом трирічного періоду залишалися незмінними. Впровадження євро не розглядалася як підстава для односторонніх змін або анулювання контрактів.

**Платежі.** Вже в 1999 р. розрахунки з державним сектором були переведені в євро. До 2000 р. 35 % міжбанківських розрахунків проводилися в євро. Банкам було рекомендовано не стягувати плату з клієнтів за конвертацію національних валют у

євро. Комісія за платежі в євро мала бути такою самою як і у випадку платежів у національних валютах.

**Валюта обліку і ціни.** Деякі транснаціональні компанії, такі як Сіменс і Філіпс почали використовувати євро як валюту обліку вже в 1999 р. До моменту впровадження готівкового євро 95 % малих і середніх підприємств вже використовували рахунки в євро. Виникли окремі проблеми з інформаційними системами, пов'язані з подвійним ціноутворенням і створенням рахунків-фактур.

Подвійні ціни (в євро і національній валюті) допомагали людям призвичаїтись до нової валюти на початку. Але оскільки з часом це могло б гальмувати психологічне переключення на мислення в євро, Європейська Комісія рекомендувала припинити відображати подвійні ціни максимум до 30 червня 2003 р. Перехід на євро не змінив споживчу поведінку 77 % населення, але частина населення мала проблеми із запам'ятовуванням цін у євро. З часом ситуація покращалася.

**Переналаштування автоматів з продажу та банкоматів.** Багато з операторів автоматів з продажу недооцінили швидкість заміщення національних валют новою і мали проблеми зі зниженням обсягів продаж: деякі з автоматів не були вчасно переналаштовані. У деяких країнах збільшилися обсяги зняття готівки з банкоматів. Це можна пояснити новими номіналами банкнот та ефектом округлення.

**Безпека перевезення.** Незважаючи на безпрецедентні обсяги перевезення готівкових коштів і збільшення їх маси в обігу на початку 2002 р., кількість інцидентів була меншою за звичайну.

**Захист від підробки.** Банкноти та монети євро є краще захищеними ніж старі національні валюти. Європейська комісія та країни-члени створили інституціональну мережу для боротьби з підробкою грошей за участю ЄЦБ і Європола. В першій половині 2002 р. ЄЦБ зафіксував кількість підроблених банкнот в обсязі лише 7 % від показника 2001 р. Кількість підроблених монет була мізерною.

Засоби захисту банкнот включають:

- бавовняні волокна, що надають паперу специфічну текстуру;

- спеціальний спосіб друку, включаючи ефект рельєфності;
- флуоресцентна лінія;
- водяні знаки, що видимі проти світла;
- видимий прожилок;
- голограмне зображення на фользі;
- інші засоби на банкнотах з вищим номіналом (наприклад, фарба, що змінює колір під іншим кутом зору).

На сайті ЄЦБ розміщено інтерактивну демонстрацію як розпізнати справжню банкноту євро.

Засоби захисту монет включають:

- застосування двох металів у монетах номіналом 1 та 2 євро, метал всередині має магнітні властивості;
- рельєфний характер кромки;
- різна вага та розмір монет різного номіналу для коректного використання в автоматах, що приймають монети;
- унікальний сплав для монет номіналом 10, 20 і 50 центів, який важко відтворити.

**Колекційні та ювілейні монети.** Країни-члени залишили за собою право карбувати колекційні монети деноміновані в євро. Часто їх роблять з дорогоцінних металів. Вони мають номінальну вартість і є законним засобом платежу, але лише в країні де були випущені. До кінця 2002 р. були випущені 80 колекційних монет з номіналом від 25 центів до 4000 євро.

Країни-члени також можуть карбувати ювілейні монети, які є законним засобом платежу на всій території євросони. Їх технічні характеристики, розмір та номінал як і у звичайних монет євро. Але їх дизайн зроблений на честь певних національних подій. З метою уникнення плутанини, було погоджено, що країни-члени не будуть друкувати ювілейні монети протягом перших років існування готівкового євро.

**Сприйняття дизайну і номіналу.** За опитуваннями, 93 % населення не мали проблем з різними національними оберненими сторонами монет. 93% населення легко було користуватися банкнотами різного розміру. Дизайн банкнот також передбачав особливості для кращого використання людьми з вадами зору.

Виникли дискусії щодо доцільності впровадження одно і дво-центрових монет. Наприклад, у Фінляндії закон зобов'язував округляти готівкові платежі до найближчих 5 центів. Тому випуск і використання монет найменшого номіналу обмежене. Але їх використання дозволило краще забезпечити конвертацію цін з національних валют до євро.

**Загальний рівень задоволення.** Більша частина населення завдяки євро відчули себе ще більше європейцями. Це не дивно, оскільки впровадження євро дає можливість пришвидшити інші напрями європейської інтеграції.

4/5 населення оцінили процес конвертації в євро як добре або дуже добре організований. 69% опитаних у 2007 р. буди задоволені, що вже тепер євро є законним засобом платежу, 21% – незадоволені. Якщо розглядати по країнах, то всюди більшість населення були задоволені євро: від 51% у Греції до 85% у Люксембурзі, 86% у Словаччині та 87% в Ірландії. Поряд з Грецією відносно менш прихильними до євро традиційно стали Німеччина та Австрія.

## 2.8. Роль євро у світовій економіці

Хоча долар США залишається провідною світовою валютою, євро також набуло популярності у світі та фактично є другою світовою валютою. Це відбулося завдяки величині економіки еврозони та відносній стабільності. Офіційна політика ЄЦБ є такою, що ні стимулює, ні стримує посилення міжнародної ролі євро. Розглянемо, які функції виконує євро у країнах світу за межами ЄС.

**Законний платіжний засіб або паралельна валюта.** *Євро-па.* Як національна валюта євро використовується в Монако, Ватикані та Сан-Марино. За угодою з ЄС, цим країнам дозволено карбувати невелику кількість монет, але не дозволено випускати банкноти. В Андоррі офіційної національної валюти немає, замість неї як платіжний засіб використовується євро. Раніше для цього використовувалися французький франк та іспанська песета. Євро є також платіжним засобом де-факто в Косово та

Чорногорії без будь-яких офіційних домовленостей. Раніше для цього використовувалася німецька марка. В багатьох країнах, зокрема на Балканах та в Східній Європі, євро поряд з долларом часто використовується для здійснення операцій.

*Африка.* Азорські острови та острови Мадейра, що належать Португалії, та Канарські острови, що належать Іспанії, є частиною єврозони. Євро є також паралельною валютою де-факто в країнах, де курс національної валюти прив'язаний до євро.

*Америка.* У цілому цей континент орієнтується на доллар. Використання євро в цьому регіоні обмежене. У французьких заморських департаментах (зокрема, Французькій Гвіані, Гваделупі, Мартиніці) євро є офіційною валютою. Сен-П'єр і Мікелон є французьким заморським співтовариством, що не входить до ЄС. Раніше у ньому використовувався французький франк, а зараз євро в результаті угоди з ЄС. У Домініканській Республіці, Кубі та Суринамі платежі в євро можливі, особливо в місцях туристичного значення.

*Азія та Океанія.* На Близькому Сході вплив євро незначний. Лише в Ізраїлі використання євро є більш-менш поширеним. У Таїланді, Південній Кореї та Лаосі євро часто приймають у магазинах, ресторанах та готелях. Але залишається домінуючим у міжнародних транзакціях. В Океанії використання євро не поширене за винятком французьких територій. В Індійському океані французький заморський департамент Реюньон є частиною єврозони, а Майотта має статус схожий на статус Сен-П'єра і Мікелона.

**Валюта прив'язки.** Десятки країн світу за межами ЄС орієнтують курс своєї валюти до євро (включаючи режим звичайної фіксації, керованого плавання або валютну раду). Переважно вони розташовані в Європі та Африці. Основним мотивом цього стали торговельні та фінансові зв'язки цих країн з ЄС.

Режими валютного курсу, встановлені країнами в односторонньому порядку включають:

- валютна рада з прив'язкою до євро: Боснія і Герцеговина;
- кероване плавання з орієнтацією на євро: Хорватія, Македонія (колишня республіка Югославії), Сербія;

- прив'язка до корзини, що містить євро: Алжир, Азербайджан, Білорусь, Ботсвана, Фіджі, Лівія, Марокко, М'янма, Російська Федерація, Самоа, Сейшельські острови, Сирія, Тонга, Туніс, Вануату.

Об'єднання, де діють режими фіксованого валютного курсу, встановлені на двосторонній основі в рамках угод між країнами та ЄС або країною-членом ЄС, включають зону франка КФП і зону франка КФА.

Зона франка КФП (CFP) – це французькі заморські території та співтовариства у Тихому океані (Французька Полінезія, Нова Каледонія, острови Уолліс і Футуна). Раніше курс франка КФП був зафіксований до французького франка, тепер до євро.

Зона франка КФА (CFA) складається з двох валютних союзів. Західноафриканський економічний і валютний союз (WAEMU – West African Economic and Monetary Union) включає такі країни: Бенін, Буркіна Фасо, Гвінея-Біссау, Кот-Д'Івуар, Малі, Нігер, Сенегал і Того. До Центральноафриканського економічного і валютного співтовариства (CAEMC – Central African Economic and Monetary Community) входять Камерун, Центральноафриканська Республіка, Чад, Конго, Екваторіальна Гвінея, Габон.

Зона франка КФА і Коморські острови раніше мали угоди про прив'язку до французького франка. Кабо-Верде мали угоду про прив'язку до португальського ескудо. В рамках ЄС було погоджено, що Франція та Португалія збережуть ці угоди, але курс вже буде зафіксовано до євро. Відповідальність за підтримку фіксованого курсу мають нести лише країни, що підписали ці угоди.

**Валютні резерви.** Євро використовується як засіб збереження вартості та є другою поширеною валютою у складі валютних резервів ЦБ країн світу. В кінці I кварталу 2009 р. частка євро у валютних резервах становила 25,9% (для порівняння частка долару становила 65%), що на 4,9 процентних пункти більше ніж у кінці I кварталу 1999 р., але менше пікового значення 28,4% у 2003 р. Час від часу частка євро коливається, зокрема й завдяки зміні курсу євро. Природно, що при зростанні курсу євро частка його у валютних резервах зростає. В 1999 р. висловлювалися

прогнози, що до 2010 р. частки долара і євро будуть однакові, але поки що ці прогнози не виправдалися.

Зауважимо, що склад валютних резервів не є прозорим. Останніми роками збільшилася вага країн, що не розкривають склад своїх валютних резервів. Більше того закордонні резерви все більше концентруються у складі фондів суверенного багатства (державних фондів, що належать урядам та інвестують у більш ризикові та більш дохідні активи, ніж ЦБ). Обсяг таких закордонних резервів до останньої світової фінансової кризи 2007-2010 рр. становив приблизно третину від величини звичайних валютних резервів. Більшість фондів суверенного багатства традиційно не схильні розкривати валютний склад своїх активів.

Роль євро посилилася, перш за все, в країнах, що межують з єврозоною і мають інституційний зв'язок з ЄС. Також вибір резервної валюти обумовлений тим, до якої валюти прив'язана національна валюта. До останньої світової фінансової кризи частка євро у валютних резервах перевищувала 50 % у таких країнах, як США, Великобританія, Канада, деякі нові країни-члени ЄС.

Євро, якщо використовується як резервна валюта, як правило, є її валютою інтервенцій. Наприклад це стосується країн-членів ЄС за межами єврозони та країн-кандидатів на вступ до ЄС, Росії та інших країн.

**Готівкові кошти.** У грудні 2001 р. 26 ЦБ і фінансових інституцій за межами єврозони одержали 4 млрд євро щоб забезпечити доступність готівкових євро в січні 2002 р. Через декілька років, за оцінками, 15 % вартості готівкових євро в обігу знаходилися за межами єврозони. Для порівняння, 60 % готівкових доларів знаходилися за межами США. Але ці оцінки дуже неточні.

**Міжнародна торгівля.** До впровадження готівкового євро в 2002 р. частка євро у міжнародних торговельних операціях становила 15-17%. Перехід на ціноутворення і розрахунки в євро по енергоносіях чи сировинних товарах може стати привабливим. Особливо це може використовуватись окремими країнами як інструмент протидії впливу США.

У I кварталі 2006 р. у більшості країн, по яких були доступні дані, середня частка використання євро у експорті єврозони за межі ЄС становила 50 % вартості експорту (для порівняння час-

тка долара становила 44 %). Аналогічно, частка євро у імпорті була лише 35 % (ймовірно, через нетто-імпорт енергоносіїв, де традиційно використовується долар). Щодо України, частка експорту з України з цінами в євро або розрахунками в євро з 2002 до 2005 р. зросла з 4 до 7 %, частка аналогічного імпорту – з 11 до 18 %.

**Фінансові ринки.** Євро стало привабливою валютою для використання на фінансових ринках завдяки величині економіки єврозони, її відкритості, зобов'язанням проводити зважену економічну політику, та орієнтації на цінову стабільність з боку ЄЦБ.

*Боргові цінні папери.* Широке визначення міжнародних боргових цінних паперів включає всі облигації, спрямовані на міжнародний ринок, тобто розміщені синдикатом фінансових установ, серед яких принаймні одна не є резидентом країни, в якій знаходиться позичальник. За цим визначенням, у I кварталі 2009 р. частка деномінованих у євро міжнародних боргових цінних паперів становила 46,7 %, а в доларах – 37,5 %. Вузьке визначення включає лише облигації деноміновані у іншій валюті, ніж валюта країни, де знаходиться позичальник. За вузьким визначенням частка євро в кінці 2008 р. становила вже лише 32,2 %, а долара 44,7 %

*Кредити та депозити.* У грудні 2006 р. 36,3% кредитів від банків єврозони для нефінансових установ за межами єврозони було деноміновані в євро (44,8% – у доларах). Міжнародні кредити в євро більш популярні в країнах, що межують з єврозоною.

*Форекс.* На початку 2007 р. на євро припадало 37% конверсійних валютних операцій (37 % з 200 %, а не 100 % – оскільки на валютному ринку існує подвійний рахунок обсягів операцій внаслідок використання двох валют у кожній операції обміну). Це менше ніж сумарна частка колишніх національних валют країн єврозони. Пояснюється це усуненням операцій обміну цих валют одна на одну. Наприклад, вже не потрібно обмінювати французькі франки на німецькі марки. Для порівняння, частка долара становила 86,5 %, японської ієни – 16,5 %, фунта стерлінгів – 15 %.



**Прийняття рішень на глобальному рівні.** Завдяки євро і утворенню ЄМС збільшився вплив країн Європи на міжнародних форумах та в організаціях, таких як МВФ, Світовий банк, ОЕСР тощо.

---

### **Питання по темі**

1. Які передумови необхідні для ефективної валютної інтеграції?
2. З використанням статистичних даних, поясніть, наскільки країни-члени ЄС відповідали раніше або відповідають зараз передумовам ефективної валютної інтеграції (на прикладі однієї з країн або однієї з передумов)?
3. Якими були перші наслідки впровадження євро в перехідний період 1999-2002 рр.?
4. Як впровадження євро вплинуло на інфляцію?
5. Як впровадження євро вплинуло на транзакційні витрати?
6. Що таке проблема суб'єктивного сприйняття інфляції та чому воно може не відповідати фактичній інфляції?
7. Як впровадження євро вплинуло на дисперсію інфляції? Що зумовлювало цей вплив?
8. Як впровадження євро вплинуло на економічне зростання в різних країнах євросони?
9. Як впровадження євро вплинуло на міжнародну торгівлю в межах євросони та з іншими країнами?
10. У чому причина неоднозначного впливу впровадження євро на економічне зростання в різних країнах?
11. Чому впровадження євро мало стимулювати міжнародну торгівлю?
12. Як впровадження євро вплинуло на процентні ставки та які це мало ефекти для економіки?

13. Як впровадження євро вплинуло на характер споживання, заощаджень та інвестування?
14. Як впровадження євро вплинуло на фінансову інтеграцію країн?
15. Охарактеризуйте переваги та недоліки незалежної монетарної політики порівняно з єдиною монетарною політикою.
16. Яким чином сучасна світова фінансова криза вплинула на бажання країн увійти до єврозони або вийти з неї?
17. Чи можливий вихід країни з єврозони та які це може мати наслідки?
18. Як впровадження євро вплинуло на положення в юридичних документах?
19. Як впровадження євро вплинуло на облік і ціноутворення на підприємствах?
20. Як впровадження євро вплинуло на захист банкот і монет від підробки?
21. Які особливості функціонування колекційних та ювілейних монет?
22. Яким є загальний рівень задоволення громадськості від впровадження євро у різних країнах?
23. Які наслідки впровадження євро мало для економіки України? Поясніть це за допомогою використання статистичних даних та кількісних методів?
24. У яких країнах євро використовується як законний платіжний засіб?
25. У яких країнах євро поширене використання євро як паралельної валюти?
26. Які різновиди прив'язки валют до євро існують у країнах світу?
27. Які перспективи розширення чи звуження ролі євро як міжнародної валюти?
28. Якою є роль євро у валютних резервах та інших закордонних державних активах країн?
29. Наскільки поширеним є використання євро як валюти ціни або платежу? Які фактори на це впливають?

30. Як використовується євро на міжнародних ринках позичкового капіталу?

31. Якою є частка євро у операціях на ринку форекс? Як змінилася вона порівняно з часткою колишніх національних валют країн єврозони? Які для цього є пояснення?

## ГЛАВА 3. РОЗШИРЕННЯ ЄВРОЗОНИ

### 3.1. Правові засади розширення єврозони

Всі країни-члени ЄС, крім Данії та Великобританії (тобто нові країни-члени ЄС і Швеція) зобов'язані за можливості як найшвидше замінити національні валюти на євро і приєднатися до єврозони.

Це передбачає високий ступінь економічної та правової конвергенції з країнам єврозони. Як ми пам'ятаємо, економічна конвергенція передбачає участь у МВК-2, цінову стабільність, стабільність державних фінансів та орієнтири для процентних ставок. Умова правової конвергенції вимагає від країни змінити законодавство, щоб забезпечити незалежність її національного ЦБ, інтеграцію в Євросистему (включаючи в питаннях випуску банкнот та монет, управління валютними резервами тощо).

Угода про створення Європейського Співтовариства (ця угода трансформована в Угоду про функціонування ЄС, згідно Лісабонської угоди) вимагає від Європейської Комісії та ЄЦБ приймати до уваги й інші фактори: інтеграцію ринків, динаміку платіжного балансу, витрати на зарплату з розрахунку на одиницю продукції, інші цінові показники.

Принаймні один раз на 2 роки або на вимогу країни-кандидата на приєднання до єврозони Європейська Комісія та ЄЦБ готують звіт про відповідність країн-членів ЄС критеріям конвергенції. За пропозицією Комісії та після консультацій з Європейським Парламентом Рада ЄС приймає рішення, які країни-члени за межами єврозони відповідають необхідним критеріям для впровадження євро і фіксує дату приєднання до єврозони. Після консультацій з ЄЦБ Рада ЄС визначає курс конвертації відповідної національної валюти в євро. На дату впровадження євро на території відповідної країни курс конвертації вступає в силу, функції національної валюти набуває євро, від-

повідальність щодо здійснення монетарної політики переходить від національного ЦБ до ЄЦБ.

Згідно протоколів до Угоди про створення Європейського Співтовариства, Данія та Великобританія були звільнені від участі в третьому етапі створення ЕМС. Але це не позбавляє їх права приєднатися до єврозони у майбутньому.

Датська крона приєдналася до МВК-2 з 1 січня 1999 р., але з вузькими межами коливання курсу  $\pm 2.25\%$  (звичайними є межі коливання  $\pm 15\%$ ). Великобританія для фунту стерлінгів використовує режим вільного плавання. У Швеції підготовка до впровадження євро практично припинилася після негативного результату референдуму щодо приєднання до єврозони 14 вересня 2003 р. Дати впровадження євро у майбутньому не встановлено.

У Данії фірми часто приймають платежі в євро, а 13 % використовують подвійні ціни (в кроні та євро). У Великобританії, особливо у Лондоні та інших місцях для туризму, фірми іноді приймають платежі в євро, іноді використовуються подвійні ціни. У місті Хапаранда в Швеції євро використовується як валюта платежу.

### 3.2. Організаційні аспекти підготовки до впровадження євро

Відповідальність за підготовку до впровадження євро несуть державні органи країн, що мають приєднатися до єврозони. З самого початку країни встановили такі цільові дати для впровадження євро:

- Естонія, Литва, Словенія – 1 січня 2007 р.;
- Кіпр, Латвія, Мальта – не пізніше 1 січня 2008 р.;
- Словаччина – 1 січня 2009 р.;
- Чеська Республіка, Угорщина – 2010 р.

Але у ряді випадків виникли затримки. В більшості країн передбачається сценарій швидкого переходу до євро ("big bang" scenario – одночасне впровадження безготівкового та готівкового євро), в інших – тип сценарію ще не визначений. Далі ми розглянемо національні стратегії впровадження євро станом на 2009 р. Вони включають такі аспекти.

**1. Керівництво та організація:**

- створення національних координаційних органів (вже створено у 5 країнах);
- національний план конвертації: підготовка, обговорення, регулярне оновлення (4-5 країн).

**2. Підготовка громадян:**

- обов'язкове подвійне відображення цін у національній валюті та євро (5 країн);
- заборона використання іншого курсу ніж офіційний курс конвертації (5 країн);
- плани інформування громадян про засоби захисту готівкових євро від підробки (1 країна);
- плани спеціальних інформаційних програм для людей з обмеженими можливостями (5 країн);
- тренування персоналу, що працює з готівкою або контактує з громадськістю (2 країни);
- плани інформування малих і середніх підприємств державними органами або професійними асоціаціями, торгово-промисловими палатами чи бізнес-консультантами (2 країни);
- плани інформування клієнтів кредитними установами (1 країна);
- плани моніторингу прогресу у підготовці (5 країн).

**3. Забезпечення швидкого впровадження готівкових євро:**

- планування кампанії проти накопичення старих грошей (3 країни);
- графіки доставки готівкових євро фінансовим установам та підприємствам у сфері роздрібної торгівлі та надання послуг (1 країна);
- набори монет для підприємств у сфері роздрібної торгівлі (2 країни);
- плани фінансово привабливої передоплати (1 країна);
- мінінабори монет для громадян (2 країни);
- вимога адаптувати банкомати до дня впровадження євро (4 країни);
- вимога надавати решту лише в євро з першого ж дня впровадження євро (5 країн);

- вимога адаптувати торговельні автомати до дня впровадження євро (5 країн);
  - стимулювання використання покупцями засобів електронних платежів (2 країни).
- 4. Запобігання зловживанням і помилковому сприйняттю динаміки цін:**
- планування угод про нейтральний вплив конвертації на ціни, наприклад, у вигляді етичних кодексів (4 країни);
  - плани моніторингу цін з дня оголошення офіційного курсу конвертації до кінця періоду подвійного відображення цін (4 країни);
  - регулярна публікація інформації про динаміку цін у період, близький до дня початку впровадження євро (1 країна).

Організаційна допомога існує і на рівні ЄС. Європейська Комісія регулярно проводить моніторинг громадської думки за допомогою досліджень у рамках програми Євробарометр (Eurobarometer surveys). Вона також допомагає запровадити партнерські програми між країнами єврозони та іншими країнами-членами ЄС для передачі практичного досвіду від країн, що вже використовують євро замість національної валюти.

У 2006 р. Європейська Комісія створила Єврокоманду (Euro-Team). Її членами є національні спеціалісти в сфері економіки та фінансів, які можуть спілкуватися зі своїми співвітчизниками рідною мовою і можуть чітко пояснити, які наслідки матиме для їх країни приєднання до єврозони. Ця мережа функціонує частково на децентралізованій основі. Загальною координацією займається Генеральний директорат з економічних та фінансових питань. Представництва Європейської Комісії у столицях відповідних країн координують національні мережі.

### 3.3. Національні стратегії впровадження євро в країнах Центральної Європи

**Польща.** 28 жовтня 2008 р. уряд Польщі ухвалив "Дорожню карту впровадження євро". Розробляються "Засади підготовки Національного плану конвертації валюти", де будуть вказані графік, обов'язки координаційних органів.

Ще в травні 2007 р. Національний банк Польщі створив Бюро інтеграції в євросоню. Підготовлений цим органом "Звіт про повне членство Польщі в ЕМС", опублікований в лютому 2009 р., містить аналіз переваг та недоліків від приєднання Польщі до євросони та рекомендації щодо різних аспектів впровадження євро. В січні 2009 р. було призначено Повноважного представника уряду з питань впровадження євро в Польщі.

До кінця 2009 р. мали бути створені Національний координаційний комітет з питань євро і Координаційна рада. Тип сценарію переходу ще не визначений. До кінця 2010 р. планується підписання Етичного кодексу з підприємствами роздрібною торгівлі та банками. Передбачається моніторинг цін у період подвійних цін та після нього (з можливими санкціями за порушення). В 2009-2010 рр. має бути підготовлений перелік необхідних змін до законодавства. В 2010 р. році також має бути підготовлена комунікаційна стратегія.

**Чеська Республіка.** 11 квітня 2007 р. було ухвалено "Національний план впровадження євро", але він не містить чіткої дати переходу до євро. 20 лютого 2006 р. було проведене перше засідання Національної координаційної групи. Для різних напрямів підготовки були створені шість робочих груп. Роботу робочих груп та Національної координаційної групи організує Керівний комітет останньої. 28 березня уряд призначив Національного координатора для впровадження євро. 30 березня 2009 р. ухвалено Другий звіт про результати.

Національна координаційна група рекомендувала сценарій швидкого переходу до євро. Передбачається, що Чеський національний банк, комерційні банки та деякі інші установи будуть обмінювати національну валюту на євро принаймні протягом 6 місяців з дня початку впровадження євро. Після цього націона-



льну валюти обмінюватиме лише Чеський національний банк. Доставка банкам готівкових євро має розпочатись за 3 місяці до початку впровадження євро. Доставка нефінансовим установам – за 1 місяць. Оцінені потреби у готівкових євро становлять 230 млн банкнот і 950 млн монет. Подвійне відображення цін стане обов'язковим через місяць після оголошення офіційного курсу конвертації та триватиме протягом 12 місяців з моменту початку впровадження євро.

У жовтні 2007 р. Керівний комітет підготував Правила округлення та згладжування цін. У листопаді 2009 р. Робочою групою з інформаційних технологій та статистики були розроблені основні принципи моніторингу і регулювання цін. Планується підписання добровільної угоди та меморандуму про порозуміння з підприємствами в сфері роздрібної торгівлі та надання послуг і асоціаціями захисту прав споживачів. Робоча група з питань законодавства проаналізувала необхідність змін до законодавства країни, підготовлено загальний графік цих змін. Засади підготовки банківського сектора до впровадження євро підготувала робоча група з фінансового сектору.

У вересні 2009 р. Робоча група з питань комунікації підготувала проект комунікаційної стратегії. Ще у 2007 р. була розповсюджена брошура "Підготовка Чеської Республіки до впровадження євро". В жовтні 2007 р. у Празі відбулася конференція "Євро – наша майбутня валюта". В листопаді 2008 – ще одна конференція "Десять років євро – джерело натхнення для Чеської Республіки".

**Угорщина.** Перша версія "Національного плану конвертації" була прийнята у липні 2008 р. і не містила конкретної дати впровадження євро. До кінця 2009 р. мала бути подана до уряду нова версія цього документа. 12 вересня 2007 р. уряд вирішив створити Національний координаційний комітет з питань євро під керівництвом Міністра фінансів і Голови ЦБ.

Потреби у готівкових євро мають бути визначені за 24 місяці до дня впровадження євро. Передбачається сценарій швидкого переходу до євро. Період паралельного обігу національної валюти та євро має тривати менше 1 місяця. Подвійне відображення цін стане обов'язковим незабаром після оголошення офі-

ційного курсу конвертації та триватиме до 30 червня року, коли буде впроваджене євро. Ряд комунікаційних аспектів включено до "Національного плану конвертації".

#### **3.4. Національні стратегії впровадження євро в країнах Балтії та Південно-Східної Європи**

**Естонія.** Перша версія "Плану впровадження євро" була ухвалена урядом 1 вересня 2005 р. Сьома версія Плану, ухвалена 25 червня 2009 р., передбачала 1 січня 2011 р. як дату впровадження євро. 27 січня було створено Національний комітет з конвертації під керівництвом Генерального секретаря Міністерства фінансів.

Передбачається сценарій швидкого переходу до євро. Карбування монет буде здійснюватися Монетним двором Фінляндії, як було вирішено по результатах тендера. Доставка готівкових євро фінансовим установам має розпочатись за 2 місяці до дня впровадження євро. Доставка нефінансовим установам – за 1 місяць.

Період паралельного обігу національної валюти та євро має тривати 2 тижні. З початку впровадження євро решта має надаватися у євро, і лише у виключних випадках – у кронах. Подвійне відображення цін буде обов'язковим за 6 місяців до і після дня впровадження євро. Буде проводитися моніторинг цін товарів, що часто купуються, під наглядом Міністерства з економічних питань та комунікації. Комерційні банки здійснюватимуть обмін національної валюти на євро протягом принаймні 6 місяців безкоштовно (деякі відділення – 12 місяців). ЦБ – протягом невизначеного строку, також безкоштовно.

Комунікаційна стратегія була ухвалена національним комітетом з конвертації 21 червня 2005 р. і після цього переглядалася. Брошури з інформацією про євро стали доступні громадськості влітку 2006 р.

**Латвія.** Кабінет Міністрів ухвалив "План дій для впровадження єдиної європейської валюти" 1 листопада 2005 р. і першу версію Національного плану переходу до євро 28 лютого 2006 р.

Оновлені версії цих документів були ухвалені 25 вересня 2007 р. Хоча цільову дату впровадження євро було скасовано, підготовчі заходи продовжуються. Нова цільова дата має бути визначена принаймні за 24 місяці до дня впровадження євро. 18 липня 2005 р. було утворено Керівний комітет для підготовки та координації впровадження євро. Комунікаційну стратегію було ухвалено 12 квітня 2006 р. Пізніше вона мала бути оновлена.

Передбачається сценарій швидкого переходу до євро. Карбування монет здійснюватиметься в іншій країні по результатах тендеру. Оцінені потреби у готівкових євро становлять 87 млн банкнот і 300 млн монет. Доставка готівкових євро банкам має розпочатися за 1 місяць до дня впровадження євро. Доставка готівкових євро нефінансовим установами – за 2 тижні.

Паралельний обіг валют триватиме 1 місяць. З дня впровадження євро банкомати мають видавати лише євро, решта у магазинах – також лише у євро. Подвійне відображення цін стане обов'язковим за 3 місяці до дня впровадження євро і протягом року після цього дня. Здійснюватиметься моніторинг цін у секторі роздрібної торгівлі, а також кампанія за справедливі ціни. Обмін національної валюти на євро комерційними банками, пунктами обміну валют, поштою має здійснюватися безкоштовно протягом 6 місяців. Банком Латвії – безкоштовно безстроково.

**Литва.** "Національний план конвертації" був ухвалений урядом у вересні 2005 р. У квітні 2007 р. він був оновлений. У другій версії Плану не передбачено конкретної дати впровадження євро. До кінця 2009 р. мала бути ухвалена третя версія Плану. 30 травня 2005 р. була створена Комісія для координації впровадження євро.

Передбачається сценарій швидкого переходу до євро. Оцінені потреби у готівкових євро становлять 118 млн банкнот і 290 млн монет. Доставка банкнот євро до комерційних банків здійснюватиметься не пізніше ніж за 1 місяць до дня впровадження євро, монет – не пізніше ніж за 3 місяці. Доставка готівкових євро нефінансовим установам відбуватиметься протягом 1 місяця перед днем впровадження євро. Період паралельного обігу валют триватиме 15 днів. З дня впровадження євро банкомати

мають видавати лише євро. Решту у магазинах рекомендується також давати лише у євро.

Подвійне відображення цін буде обов'язковим за 120 днів до дня впровадження євро і протягом 120 днів після цього. Рекомендується використовувати подвійне відображення цін і раніше, але після оголошення офіційного курсу конвертації. Також рекомендується в підприємницьких колах ухвалити "Кодекс доброї бізнес-практики" (коректна конвертація цін, відсутність спекулятивного підвищення цін). Підприємства, які будуть його дотримуватися, матимуть право використовувати логотип Кодексу. Комерційні банки будуть обмінювати валюту 60 днів після впровадження євро безкоштовно, ЦБ – протягом невизначеного строку.

Вже підготовлено проект Закону про впровадження євро, який містить положення про правила конвертації літів у євро, вилучення літів з обігу, подвійне відображення цін, презентацію дизайну банкнот і монет, реденомінацію (зміну валюти номіналу) цінних паперів тощо. До грудня 2005 р. визначено, які закони потребують змін.

29 вересня ухвалено інформаційно-комунікаційну стратегію. 25 квітня ухвалено другу версію цієї стратегії. Як і в більшості інших країн, що мають приєднатися до єврозони, створено національний веб-сайт, присвячений євро.

**Болгарія і Румунія.** У 2009 р. Болгарія ще не визначила дату впровадження євро. В Румунії планується приєднання до єврозони в 2014-2015 рр. В обох країнах підготовчі заходи не розпочато.

### **3.5. Проблеми відповідності критеріям конвергенції**

У табл. 3.1 показано, наскільки країни відповідали критеріям конвергенції у 2008 р. Ці критерії вимірюють так звану "номінальну конвергенцію", яка, як передбачається, відображає "реальну конвергенцію": конвергенцію конкурентоспроможності, кваліфікації робітників, галузевої структури, інтеграцію фінансового сектору тощо. А без реальної конвергенції країнам важче протистояти різним економічним шокам в умовах валютного союзу.

**Інфляція.** Нові країни-члени ЄС переважно мають проблеми з підвищеною інфляцією. Справа у тому, що в останні роки ці країни зростали швидше ніж старі країни-члени. А це у свою чергу часто супроводжується підвищеною інфляцією внаслідок структурної трансформації.

Рівень цін у нових країнах-членах ЄС суттєво нижчий ніж у євросоні. Особливо це стосується цін на послуги, які менше половини від аналогічних цін у старих країнах-членах (ЄС-15). Товарні ціни нижчі лише на третину. Вирівнювання цін між країнами також обумовлює підвищену інфляцію.

Також курси валют нових країн-членів, хоча іноді гнучко, але були прив'язані до євро. За умов очікуваного збереження прив'язки та свободи руху капіталу, у країну, що швидко розвивається, надходить іноземний капітал. Він також може стимулювати інфляцію.

Сам по собі вступ до ЄС супроводжувався невеликим сплеском інфляції. Наприклад, у країнах Балтії відбулося прискорення зростання цін на продукти харчування і безалкогольні напої – на 3,5 п.п. (процентних пункти), оренду житла – на 7% п.п., послуги ресторанів і готелів – на 2 п. п., страхування – на 13 п. п., транспортні послуги – на 7 п. п., паливо і мастила для особистого транспорту – на 15 п. п. По двох останніх позиціях основне зростання цін відбулося саме у 2005 р. значною мірою внаслідок зростання світових цін на енергоносії. Але у старих країнах-членах членах ЄС зростання цін по цих двох позиціях все одно було помітно меншим.

Але прогрес у зниженні інфляції все ж спостерігається. Якщо в кінці 1990-х рр. інфляція часто була двозначною, то перед вступом до ЄС вона суттєво зменшилася. В 2004 р. інфляція трохи зросла частково внаслідок самого вступу до ЄС (наприклад, внаслідок змін у непрямих податках). З другої половини 2007 р. спостерігалось нове зростання інфляції на фоні зростання цін на енергію та продукти харчування.

Таблиця 3.1.

Відповідність країн критеріям конвергенції, дані відомі станом на травень 2008 р.

Назва критерію	Стабільність цін	Стабільність державних фінансів		Стойкість конвергенції
		Показник, що береться до уваги	Інфляція за індексом споживчих цін, %	
Визначення критерію	< на 1,5% більше ніж у 3 країнах-членах з найнижчою інфляцією	>-3%	<60%	< на 2% більше ніж у 3 країнах-членах з найнижчою інфляцією
Поточне визначення критерію	3,2	-3,0	60,0	6,5
Болгарія	9,4	3,2	14,1	4,7
Естонія	8,3	0,4	3,4	...
Латвія	12,3	-1,1	10,0	5,4
Литва	7,4	-1,7	17,0	4,6
Польща	3,2	-2,5	44,5	5,7
Румунія	5,9	-2,9	13,6	7,1
Словаччина	2,2	-2,0	29,2	4,5
Чеська Республіка	4,4	-1,4	28,1	4,5
Угорщина	7,5	-4,0	66,5	6,9
Швеція	2,0	2,7	35,5	4,6

Джерело: Convergence Report. May 2008. – ECB, 2008. – 263 p.

ВВП на душу населення (єврозона = 100)

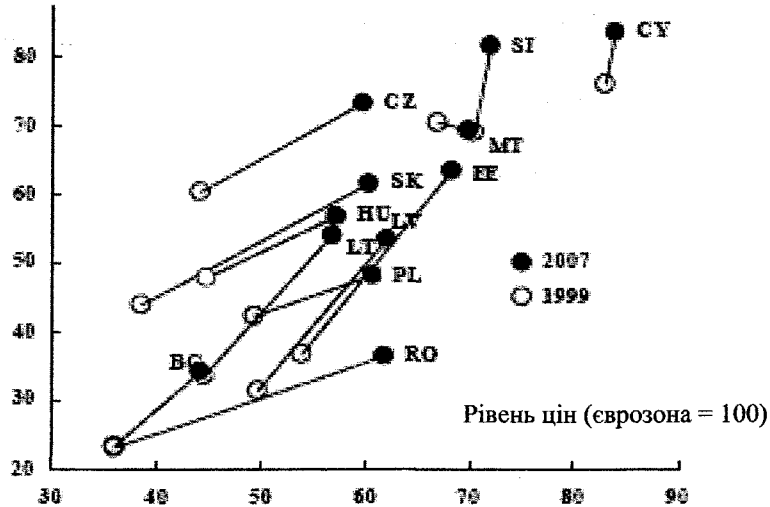


Рис.3.1. Вирівнювання ВВП на душу населення і рівня цін між новими країнами-членами ЄС і єврозоною

Джерело: Five years of an enlarged European Union: economic achievements and challenges. European Economy No. 1/2009. – Luxembourg: Office for Official Publications of the European Communities, European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, 2009. — xiv, 228 pp.

Але світова фінансова криза і пов'язане з нею зменшення попиту призвели до зменшення інфляції практично по всій Єврозоні. Тому фактичний критерій стабільності цін у 2009 р. в рамках критеріїв конвергенції, ймовірно, передбачав би інфляцію 0,8% (що значно нижче рівня 2008 р.). Серед країн-членів ЄС за межами Єврозони інфляція менше 0,8% спостерігалась у лише Чеській Республіці та Естонії.

**Державні фінанси.** Після вступу до ЄС декілька країн мали більший дефіцит державного бюджету ніж 3% ВВП. Але останніми роками баланс бюджету суттєво покращився. Його зниження не було простою задачею, враховуючи необхідність витрат держави, пов'язаних із структурною перебудовою. В більшості випадків державний борг також не становив загрози. Але значним дестабілізуючим чинником стала світова фінансова криза. Також у майбутньому новою проблемою стануть витрати, пов'язані із старінням населення.

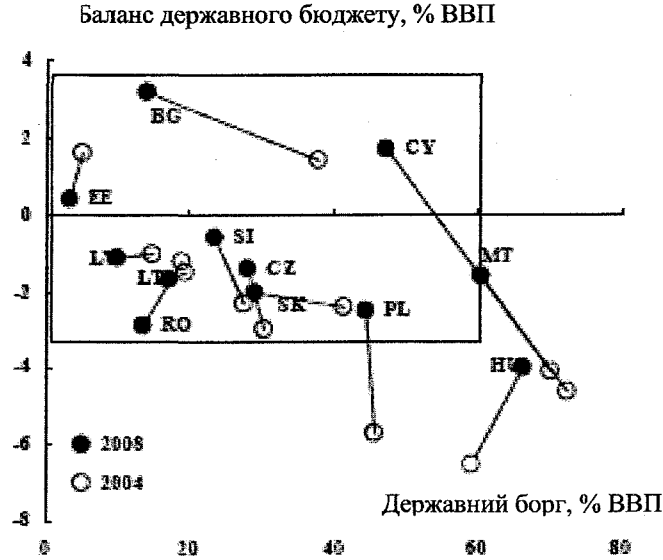
**Довгострокові процентні ставки.** Під час кризи відбулося значне зростання цих процентних ставок в деяких країнах. В 2009 р. вони становили 7,2% у Болгарії, 9,1% в Угорщині, 9,7% у Румунії, 12,4% у Латвії, 14% у Литві. Для порівняння у ЄС в середньому вони становили 4,1%.

**Валютний курс.** 28 червня 2004 р. Естонія, Литва і Словенія приєдналися до МВК-2 зі стандартними межами коливання курсу національної валюти відносно євро +/-15%. При цьому Естонія та Литва в односторонньому порядку мали орієнтований на євро режим валютної ради. 2 травня 2005 р. Латвія приєдналася до МВК-2, але з вузькими межами коливання курсу +/-1%. Словаччина приєдналася до МВК-2 у листопаді 2005 р.

Використовувалися також односторонні валютні режими:

- валютна рада, орієнтована на євро, у Болгарії;
- одностороннє слідування МВК-2 (прив'язка до євро зі звичайними межами коливання +/-15%) в Угорщині;
- кероване плавання, орієнтоване на євро, у Чеській Республіці та Румунії;
- незалежне плавання у Польщі.





**Рис.3.2. Баланс державного бюджету і державний борг у нових країнах членах ЄС.**

Джерело: Five years of an enlarged European Union: economic achievements and challenges. European Economy No. 1/2009. – Luxembourg: Office for Official Publications of the European Communities, European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, 2009. — xiv, 228 pp.

Декілька з цих країн при цьому використовували таргетування інфляції, наприклад, Польща, Чеська Республіка, Румунія, Угорщина. Світова фінансова криза спричинила певну напругу на валютних ринках країн.

### **3.6. Оцінки можливих наслідків розширення єврозони**

На думку прихильників приєднання до єврозони, це стимулюватиме економічне зростання, але якщо економіка є добре підготовленою для цього. Впровадження євро має сприяти стійким надходженням прямих інвестицій з інших країн ЄС, стимулювати зовнішню торгівлю, знизити вартість позичання за кордоном.

Вже досягнуто ряду передумов для приєднання до єврозони нових країн-членів ЄС. Вони вже є достатньо інтегровані з економікою єврозони. Галузева структура економіки цих країн у довгостроковій перспективі наближається до структури економіки єврозони. Ринки робочої сили часто є більш гнучкими ніж у старих країнах-членах ЄС.

Скептики побоюються втрати частини національного суверенітету. Інша проблема – ступінь синхронності економічних циклів. Якщо розглянути кореляцію між темпами зростання реального ВВП у 2001-2008 роках, то з єврозоною висока кореляція спостерігалася у Данії (74 %), Чеській Республіці (68 %), Польщі (61 %). Середня – у Латвії (56 %), Швеції (53 %), Болгарії (48%), Великобританії (46%), Румунії (46%), Естонії (32 %); низька – у Литві (10 %); від’ємна – в Угорщині (-17%). Країни, що останнім часом приєдналися до єврозони мали високий ступінь кореляції: Словаччина (61 %), Словенія (83 %), Кіпр (85 %).

Серед країн за межами ЄС високий коефіцієнт кореляції з економічним зростанням єврозони спостерігається у Швейцарії (91%), Венесуелі, Ефіопії, Замбії, Кенії, Норвегії, Центрально-африканській Республіці (70-86 %) та Азербайджані, В’єтнамі, Гайані, Катарі, Китаї, Колумбії, Лаосі, Лесото, Мексиці, Нікарагуа, Омані, ПАР, Сальвадорі, Узбекистані, Японії (60-69 %). Теоретично, це дає можливість розглядати потенціал для валютної

інтеграції єврозони з країнами за межами ЄС. Звичайно, ці коефіцієнти кореляції не обов'язково є стійкими у часі.

Згідно докризових опитувань населення нових країн-членів ЄС (за межами єврозони), трохи більше половини людей вважали, що приєднання їх країни до єврозони матиме позитивні наслідки. Дослідження у травні 2009 р. показало зростання популярності ідеї приєднання до єврозони на фоні кризових подій. Опитування у вересні, показало що підтримка населення повернулися до рівня 2008 р.: 49 % виступали за впровадження євро і 39 % – проти. Протягом літа 2009 р. підтримка особливо суттєво впала в Чеській Республіці (з 49 % до 37 %) і особливо зросла в Латвії (з 37 % до 48 %). Зменшилася кількість людей, які вважали швидке впровадження євро доцільним (з 28 % до 25 %).

У вересні 2009 р. 81 % опитуваних сказали, що вони вже бачили банкноти євро, 76 % – бачили монети євро. 55 % – використовували банкноти євро, 49 % – використовували монети євро. 59 % – вважали себе недостатньо інформованими про євро. 68 % – побоювалися зростання цін при конвертації національних валют у євро. 92 % – очікували більших зручностей при поїздках в інші країни-члени ЄС. Але лише 41 % сподівалися на те, що впровадження євро захистить їх країни від криз.

На даний час у магазинах, готелях і ресторанах у багатьох нових країнах-членах ЄС за межами єврозони вже надають право клієнтам розплачуватися в євро. В місцях, привабливих для туристів, практикується подвійне відображення цін. Найбільш розповсюджене використання євро в Болгарії (а також у країні кандидаті на вступ до ЄС – Туреччині) як паралельної валюти поряд з доларом. Дослідження 11 країн регіону Центральної, Східної та Південно-Східної Європи показало, що частка депозитів, деномінованих у євро або індексованих за курсом євро, зросла з 2003 до 2006 р. з 60 % до 72 % валютних депозитів. Частка аналогічних кредитів зросла з 64 % до 80 %. Поширенню використання євро сприяло зростання присутності на місцевих ринках іноземних банків (переважно з країн єврозони). Інші фактори включають географічну близькість до єврозони, торговельні, фінансові, міграційні та туристичні зв'язки, інституційні

зв'язки в рамках ЄС і роль євро як валюти прив'язки для національних валют країн регіону.

### **3.7. Сценарії та перспективи міжнародної валютної інтеграції України**

На сьогодні Україна дотримується керованого плавання як режиму валютного курсу і проводить незалежну монетарну політику. Але розглянемо перспективи приєднання або принаймні орієнтації України на євროзону або альтернативного можливого напрямку валютної інтеграції в євразійському напрямі. Якщо євросона є вже сформованим валютним інтеграційним утворенням, то валютне інтеграційне утворення на основі частини або всіх країн ЄврАзЕС можна розглядати лише в гіпотетичній площині, принаймні на поточний момент. Повертаючись до передумов валютної інтеграції, відзначимо, що існують аргументи як на користь так і проти обох напрямів валютної інтеграції.

1. Високий ступінь відкритості економіки. У більш відкритій економіці фіксовані курси вигідніші через сприяння цінновій стабільності. Девальвація тут не дає таких переваг через зростання імпорتنих цін. При цьому в Україні еластичність цін до динаміки валютного курсу вища при девальвації, ніж при ревальвації. За критерієм відкритості економіки для України вигідна орієнтація, як на євросону, так і на країни ЄврАзЕС. Але навіть при торгівлі з ЄС часто розрахунки відбуваються у доларах. При торгівлі з ЄС частка долару у розрахунках за експорт більша ніж за імпорт. Експорт відбувається в доларах через те що це значною мірою експорт сировини. Імпорт – значною мірою продукції машинобудування, де позиції євро сильніші.

2. Рівень мобільності капіталу між країнами. Станом на початок 2010 р. 78 % накопичених прямих інвестицій в Україну припадали на країни ЄС.

3. Високий рівень диверсифікації виробництва і експорту. Експорт України недостатньо диверсифікований, є значна залежність від експорту продукції чорної металургії (його частка останніми роками становила близько 40 %).

4. Рівень структурної подібності країн. Існує близькість структури економіки України до країн ЄврАзЕС (більша частка промисловості та менша частка сфери послуг, менший рівень розвитку фінансових ринків) – тому шоки, з якими зустрічається Україна більш схожі на шоки для країн ЄврАзЕС. Але це не стосується шоків, пов'язаних з динамікою цін на нафту. Дія таких шоків на Україну схожа з впливом на економіку еврозони.

5. Синхронність економічних циклів Якщо розглянути кореляцію між темпами зростання реального ВВП у 2001-2008 рр., то Україна з еврозоною має невисоку кореляцію (25 %). Вона є трохи більшою з Росією (32 %) і США (32 %).

6. Спільний трансмісійний механізм монетарної політики. Це питання є дискусійним. Наприклад, вплив монетарної політики на ціни на активи може відрізнятись в Україні через менший розвиток фондового ринку.

7. Довіра до національної валюти. В доларизованій економіці України попит на валюту існує не тільки з боку суб'єктів ЗЕД, а й з боку населення. Помітна частина депозитів і кредитів деноміновані в іноземній валюті. Станом на початок 2010 р. 50 % кредитів українських банків резидентам було видано в іноземній валюті. Це створює підвищену чутливість до змін валютного курсу. З точки зору економічних суб'єктів в Україні недостатня довіра до гривні, в даному випадку, викликає надання переваги іноземній валюті: долару чи євро, зокрема. Хоча традиційно в Україні доларизація економіки сприяє орієнтації більше на долар, а не на євро. Наприклад, більше половини державного боргу деноміновано в доларах, набагато більше ніж у євро. Долар домінує на валютному ринку України (у 2006 р. 86 % операцій на готівковому валютному ринку і 85 % на міжбанківському валютному ринку припадали на долар).

8. Відсутність первинної недооцінки чи переоцінки валют. У 2009 р. після девальвації переоцінку гривні було майже ліквідовано (якщо враховувати те, що дефіцит балансу торгівлі товарами та послугами зменшився на порядок).

9. Близькі темпи інфляції в країнах-учасниках. В Україні темпи інфляції ближчі до Росії та інших країн ЄврАзЕС. Зниження темпів інфляції до показників еврозони для економіки

України було б дуже болючим і вимагало б застосування не лише рестрикційних монетарних заходів, оскільки ціноутворення в Україні також має свою специфіку ("корупційний податок", інфляційні очікування тощо).

10. Висока гнучкість цін та заробітної плати. Тіньова зарплата фактично дозволяє зменшувати зарплату у разі негативних шоків, що також обмежує зростання цін.

11. Висока мобільність робочої сили. Юридичні перепони на шляху руху робочої сили до ЄС більші, ніж країн ЄврАзЕС, але фактичні потоки робочої сили в цих двох напрямках є співставними за розміром.

12. Рівень політичної та загальноекономічної інтеграції. В ЄС цей рівень є достатньо високим (значно більшим, ніж у рамках ЄврАзЕС), але це значно менше стосується інтеграції саме України до ЄС.

13. Наявність центральної країни-гегемона – лідера інтеграції та існування розвиненої системи інститутів та зв'язків між країнами, які роблять вихід із валютного інтеграційного об'єднання важким. У випадку сврозони існує група країн-лідерів інтеграції плюс розвинена система інститутів. При альтернативному інтеграційному сценарії роль лідера інтеграції може відігравати Росія, але інституційна система є набагато менш розвинутою.

14. Солідарність. Здатність поступатися своїми інтересами заради спільних інтересів є відносно характерною для ЄС і єврозони, зокрема. Внаслідок меншого рівня інтегрованості пострадянського простору солідарність є менш визначеною в цьому регіоні. Час від часу проблеми з солідарністю виникають також в ЄС.

15. Здатність делегувати монетарну політику міжнародній інституції, яка має бути підзвітною, репрезентативною та ефективною. В ЄС така інституція сформована – ЄЦБ, на пострадянському просторі – ні.

## Питання по темі

1. Які країни повинні перейти на євро, які з них активно проводять заходи щодо підготовки до цього?
2. Якою є процедура приєднання країни до євросони?
3. Поясніть особливості статусу Великобританії та Данії щодо приєднання до євросони.
4. Які поточні наміри країн щодо приєднання до євросони?
5. Які підготовчі заходи мають бути застосовані перед приєднанням до євросони?
6. Які органи сприяють підготовці країн до переходу на євро?
7. Поясніть особливості національної стратегії впровадження євро на прикладі однієї з країн.
8. Порівняйте поточні економічні показники країн-членів ЄС з критеріями конвергенції.
9. Чому в нових країнах-членах ЄС існує проблема з підвищеною інфляцією?
10. Яким чином світова валютна криза вплинула на готовність країн до приєднання до євросони?
11. Які валютні режими існують в країнах-членах ЄС за межами євросони?
12. Які наслідки може мати приєднання нових країн-членів ЄС до євросони?
13. Наскільки зміняться економічні показники євросони, якщо до євросони увійдуть всі нові країни-члени ЄС?
14. У яких країнах спостерігається висока кореляція з євросоною за темпами зростання ВВП? Чи важливо це при розгляді питання щодо переходу на євро?
15. Як громадяни ЄС за межами євросони ставляться до переходу на євро?
16. Як використовується євро в країнах Європи за межами євросони?

17. Які наслідки може мати для України розширення єврозони?

18. Якими могли би бути наслідки від гіпотетичного впровадження євро Україною?

19. Якими могли би бути наслідки від гіпотетичної фіксації курсу гривні до євро?

20. Якими могли би бути наслідки від можливого збільшення частки євро у валютних резервах України?

21. Чи доцільно Україні стати учасником регіональних валютних інтеграційних процесів?

22. Який напрям для валютної інтеграції є більш привабливим для України? Поясніть чому?



## ГЛАВА 4. ЗАДАЧІ ТА ФУНКЦІЇ ЄВРОПЕЙСЬКОЇ СИСТЕМИ ЦЕНТРАЛЬНИХ БАНКІВ

### 4.1. Правовий статус

Європейська система центральних банків (ЄСЦБ – European System of Central Banks) включає ЄЦБ і національні ЦБ всіх 27 країн-членів ЄС. Основними документами, що регулюють її діяльність є Угода про функціонування ЄС і Протокол про Статут ЄСЦБ і ЄЦБ.

ЄЦБ має статус юридичної особи. Згідно Лісабонської угоди, ЄЦБ набуває статусу установи ЄС (раніше мав статус установи Європейського Співтовариства). ЄЦБ розташований у Франкфурті, у той час як національні ЦБ знаходяться у своїх країнах.

Оскільки не всі країни-члени ЄС входять до євросони, існує ще один термін – Євросистема (Eurosystem) – що включає ЄЦБ і національні ЦБ лише тих країн, що входять до євросони (а їх 16). Національні ЦБ, що входять до Євросистеми, не проводять незалежну монетарну політику, оскільки Євросистема проводить єдину монетарну політику для країн євросони.

Решта національних ЦБ у рамках ЄСЦБ мають особливий статус, вони відповідають за проведення монетарної політики в своїй країні. До того ж існують спеціальні положення щодо статусу Данії та Великобританії. Національний банк Данії зберігає право продовжувати виконувати свої задачі щодо територій Данії, які не входять до ЄС (зокрема, Гренландії, Фарерських островів). Великобританія також не підпадає під дію декількох норм у сфері монетарної політики.

ЄЦБ вирішує, яким чином має бути представлена ЄСЦБ. ЄЦБ, а також за його згодою національні ЦБ, можуть бути учасниками міжнародних організацій.

На території країн-членів ЄС ЄЦБ користується рядом привілеїв та імунітетів. Деякою мірою ЄЦБ звільнений від оподаткування. Керівники національних ЦБ перебувають на посаді мінімум 5 років. Члени Виконавчої ради ЄЦБ перебувають на посаді 8 років без права повторного обрання і можуть бути зміщені

з посади лише у випадку некомпетентності або серйозного порушення посадових обов'язків.

ЄЦБ та національні ЦБ підлягають аудиту з боку незалежних аудиторів, рекомендованих Керівною радою ЄЦБ і затверджених Радою ЄС.

Суд ЄС (Court of Justice) може переглядати законність нормативних актів ЄЦБ (крім рекомендацій та висновків). Він також має юрисдикцію щодо розгляду позовів та процесуальних дій, ініційованих ЄЦБ або національними ЦБ у сфері їх компетенції, або позовів та процесуальних дій проти них.

## 4.2. Фінансові ресурси

**Капітал.** Весь капітал ЄЦБ належить національним ЦБ країн-членів ЄС. Частка національного ЦБ визначається як зважене середнє:

- 50 % частки країни-члена у населенні ЄС;
- 50 % частки країни-члена у ВВП ЄС.

Частки переглядаються кожні 5 років. З поправкою на частку національних ЦБ за межами Євросистеми, розподіл капіталу лежить у основі розподілу серед національних ЦБ країн єврозони таких прав та зобов'язань:

- внески до валютних резервів;
- квоти випуску банкнот євро і розподіл монетарного доходу<sup>5</sup>;
- розподіл річних фінансових результатів ЄЦБ;
- розподіл голосів у Керівній раді ЄЦБ.

---

<sup>5</sup> Розподіл доходів в Євросистемі стосується лише монетарного доходу, тобто доходу від виконання національними ЦБ делегованій ним з боку ЄЦБ функції проведення монетарної політики. Інший дохід, зароблений на рівні національних ЦБ, залишається за тими національними ЦБ, які його заробили. Монетарний дохід включає переважно дохід від сеньоража.

## Структура капіталу ЄЦБ станом на 1 січня 2009 р.

Країна національного ЦБ	Частка в капіталі ЄЦБ, %
Бельгія	2.4256
Німеччина	18.9373
Греція	1.9649
Іспанія	8.3040
Франція	14.2212
Ірландія	1.1107
Італія	12.4966
Люксембург	0.1747
Нідерланди	3.9882
Австрія	1.9417
Португалія	1.7504
Фінляндія	1.2539
Кіпр	0.1369
Мальта	0.0632
Словенія	0.3288
Словаччина	0.6934
<b>Разом для національних ЦБ єврозони</b>	<b>69.7915</b>
Чеська Республіка	1.4472
Данія	1.4835
Естонія	0.1790
Латвія	0.2837
Литва	0.4256
Угорщина	1.3856
Польща	4.8954
Болгарія	0.8686
Румунія	2.4645
Швеція	2.2582
Великобританія	14.5172
<b>Разом для національних ЦБ за межами єврозони</b>	<b>30.2085</b>
<b>Разом для всіх національних ЦБ</b>	<b>100.0</b>

Джерело: <http://www.ecb.int>

Національні ЦБ країн за межами єврозони звільнені від сплати своєї частки капіталу ЄЦБ. Замість цього, вони мали зробити внесок для покриття витрат ЄЦБ, пов'язаних з виконанням ним задач заради національних ЦБ за межами єврозони. Ці внески були визначені як 7 % від суми, яку вони мали би сплатити, якби вони знаходилися в євзоні.

**Фінансові результати** Розподіл чистого прибутку ЄЦБ здійснюється таким чином:

- сума, визначена Керівною радою ЄЦБ (вона не має бути більше 20% чистого прибутку), спрямовується на формування загального резервного фонду (щодо нього також використовується обмеження у 100% капіталу);

- решта суми розподіляється між акціонерами ЄЦБ (тобто національними ЦБ) пропорційно їх частці в оплаченому капіталі.

У випадку збитку, він може бути покритий за рахунок загального резервного фонду і, у разі необхідності, за рахунок монетарного доходу відповідного фінансового року. Національні ЦБ за межами єврозони не беруть участь у розподілі чистого прибутку ЄЦБ, але й не покривають його збитки.

**Валютні резерви.** Фінансові ресурси ЄЦБ включають переважно власні кошти, валютні резерви та вимоги до національних ЦБ відповідно до частки ЄЦБ у випуску банкнот євро.

На початку національні ЦБ передали частину своїх валютних резервів до ЄЦБ у сумі близько 40 млрд євро (85% в іноземній валюті й 15% у золоті). В обмін на це національні ЦБ одержали вимоги до ЄЦБ, які деноміновані в євро і передбачають одержання відсотків. Було передбачено можливість передачі додаткових коштів до ЄЦБ. ЄЦБ також може тримати та управляти резервною позицією у МВФ та СДР (SDR).

До управління валютними резервами ЄЦБ залучаються національні ЦБ, які діють як агенти ЄЦБ у відповідності до орієнтирів, встановлених з боку ЄЦБ. Решта валютних резервів Євросистеми належать і управляються національними ЦБ. Але якщо операції з ними перевищують певну межу, вони потребують дозволу з боку ЄЦБ.

Валютні резерви та пов'язані з ними зобов'язання є джерелом суттєвих валютних та процентних ризиків. Наприклад, вони реалізувалися в 2000, 2003, 2004 рр. Якщо в 2000 р. ЄЦБ одержав значні прибутки від валютних інтервенцій у доларах та ієнах, то в 2003-2004 рр. він поніс втрати, коли долар різко знецінився відносно євро. Наприклад, знецінення долара відносно євро лише на 100 базисних пункти, знижувало чистий прибуток ЄЦБ на 300 млн євро, що майже дорівнювало адміністративним витратам ЄЦБ у 2005 р.

### 4.3. Головна мета та задачі

Головною метою ЄСЦБ є підтримка цінової стабільності. Підтримка цілей загальноекономічної політики в ЄС (високий рівень зайнятості, тривале неінфляційне економічне зростання) є другорядною метою. В цілому ЄЦБ має уникати ситуацій, коли він спричиняє значні коливання виробництва та зайнятості. Але це не зобов'язує його координувати свою політику з іншими напрямками економічної політики в ЄС.

Вважається, що цінова стабільність дозволяє досягнути високого рівня ділової активності та зайнятості через такі канали:

- підвищення прозорості цінового механізму (якщо ціни стабільні, людям легше розрізняти зміни у відносних цінах, а отже, робити кращі рішення в сфері споживання та інвестування);
- зменшення інфляційної складової в процентних ставках (це додає стимулів інвестувати);
- усунення непродуктивної діяльності, пов'язаної з хеджуванням проти негативного впливу інфляції або дефляції;
- усунення спотворюючого впливу інфляції або дефляції на податкову систему та систему соціального страхування;
- запобігання перерозподілу доходів внаслідок неочікуваної інфляції або дефляції.

Більш конкретно стабільність цін передбачає річне зростання гармонізованого індексу споживчих цін (Harmonised Index of

Consumer Prices – HICP) у євросоні нижче 2%. Тобто як дефляція, так і висока інфляція несумісні з стабільністю цін. Важливою є стабільність цін саме в середньостроковій перспективі в євросоні в цілому. Забезпечення цінової стабільності передбачає регулювання пропозиції грошей і моніторинг змін цін.

Таблиця 4.2.

**Ваги основних компонентів гармонізованого індексу споживчих цін у євросоні у 2007 р., %.**

<b>Індекс у цілому</b>	<b>100</b>
<b>Ціни товарів</b>	<b>59,2</b>
- неперероблені продукти харчування	7,6
- перероблені продукти харчування	11,9
- промислові вироби, крім енергії	30,0
- енергія	9,8
<b>Ціни на послуги</b>	<b>40,8</b>
- оренда житла	10,2
- транспорт	6,4
- комунікаційні послуги	3,1
- відпочинок та персональні послуги	14,4
- інші послуги	6,7

Джерело: Price stability: why is it important for you? Teachers' booklet. – European Central Bank, 2009. – 85 p.

У той же час критика монетарної політики ЄЦБ базується на її занадто стримуючому впливі на економічне зростання і асиметричних ефектах у різних країнах євросони. ЄЦБ більший акцент робив на протидії інфляції, а не стимулюванні економічного зростання. Одна з пропозицій у науковій літературі – підняти цільовий орієнтир для інфляції принаймні до рівня орієнтира Банку Англії. У Великобританії відхилення інфляції від зростання у 2,5% на рік більше ніж на 1 процентний пункт у будь-яку сторону має пояснюватися Міністру фінансів Великобританії. Тобто більший акцент має робитися на протидії дефляційним тенденціям.

Основні задачі ЄСЦБ включають:

- визначення і реалізація монетарної політики у ЄС;
- здійснення валютних операцій;
- збереження і управління валютних резервів країн-членів;
- сприяння стабільному функціонуванню платіжних систем.

#### 4.4. Принципи діяльності

ЄСЦБ має діяти у відповідності з принципами відкритої ринкової економіки з вільною конкуренцією, сприяння ефективного використання ресурсів, стабільності цін, стабільності державних фінансів, монетарної сфери, сталого платіжного балансу. Додатково виділяють такі принципи.

1. Операційна ефективність – точний і швидкий вплив монетарної політики.

2. Рівне ставлення і гармонізація. Взаємодія з кредитними установами – контрагентами Євросистеми має відбуватися однаково, без урахування їх розміру і місця розташування в єврозоні. Гармонізація правил і процедур дозволяє забезпечити однакові умови транзакцій з Євросистемою для всіх кредитних установ єврозони

3. Децентралізація. Більшість операційної діяльності здійснюється національними ЦБ при координації з боку ЄЦБ. Сам по собі ЄЦБ здійснює невелику кількість видів операцій.

4. Простота і прозорість – забезпечення правильного розуміння намірів, що лежать в основі рішень у рамках проведення монетарної політики.

5. Послідовність – уникнення значних змін у інструментах і процедурах.

6. Безпека – мінімізація фінансових і операційних ризиків Євросистеми.

7. Ефективність за витратами – забезпечення низького рівня операційних витрат для Євросистеми та її контрагентів.

Для ЄЦБ і національних ЦБ заборонені:

- надання овердрафт-кредитів або пряма купівля боргових інструментів державних органів, підприємств тощо (крім кредитних установ);
- запит або слідування інструкціям з боку інституцій ЄС, урядів країн-членів або інших органів (щоб не порушувати принцип незалежності ЦБ).

#### **4.5. Нормативно-правова та консультаційна функція**

У рамках Євросистеми можуть ухвалюватися три типи нормативних актів.

1. Настанови ЄЦБ (guidelines) є внутрішніми документами Євросистеми та адресовані національним ЦБ. Зазвичай вони ухвалюються Керівною радою ЄЦБ.

2. Інструкції ЄЦБ (instructions) мають на меті забезпечення виконання рішень та директив шляхом надання детальних вказівок національним ЦБ єврозони.

3. Внутрішні рішення (internal decisions) стосуються внутрішніх організаційних та адміністративних питань.

ЄЦБ також може ухвалювати такі нормативні акти, що прямо стосуються третіх сторін, інших ніж національні ЦБ Євросистеми.

1. Постанови ЄЦБ (regulations) адресовані необмеженій кількості суб'єктів і випадків. Зазвичай, вони ухвалюються Керівною радою ЄЦБ і є нормативними актами прямої дії, для їх застосування не потрібно окремого ухвалення нормативних актів на рівні країн-членів.

2. Рішення ЄЦБ (decisions) є обов'язкові для виконання лише тими суб'єктами, яким вони адресовані. Вони можуть бути адресовані будь-якій фізичній або юридичній особі, включаючи країна-членам. Приймаються Керівною радою або Виконавчою радою ЄЦБ.



ЄЦБ поділяє з Європейською Комісією право ініціювати ухвалення нормативних актів у рамках вторинного законодавства ЄС, спрямованих на доповнення або зміну Статуту ЄСЦБ і ЄЦБ.

Законодавчі органи ЄС зобов'язані консультуватися з ЄЦБ стосовно прийняття нормативних актів у сфері компетенції останнього. У сфері своєї компетенції ЄЦБ може ухвалювати необов'язкові для виконання документи: рекомендації (recommendations) та висновки (opinions). Зокрема, з ЄЦБ мають проводитися консультації у таких випадках:

- інституційні зміни в монетарній сфері;
- перед прийняттям запобіжних заходів щодо третіх країн, коли рух капіталу з цих країн або в ці країни спричиняє або загрожує спричинити суттєві труднощі для функціонування ЕМС;
- щодо проектів нормативних актів ЄС у сферах компетенції ЄЦБ;
- зазвичай державними органами країн-членів щодо проектів нормативних актів у сферах компетенції ЄЦБ.

Президент ЄЦБ також запрошується на засідання Ради ЄС, коли остання розглядає питання, що стосуються цілей та задач ЄСЦБ.

#### 4.6. Функції у фінансовій сфері

**Фінансова діяльність і монетарна політика.** ЄЦБ має ексклюзивне право санкціонувати випуск банкнот. 8% вартості банкнот євро має випускати сам ЄЦБ, решта – національні ЦБ – члени Євросистеми. Але оскільки замість ЄЦБ на практиці випускають банкноти національні ЦБ, то у останніх виникають зобов'язання перед ЄЦБ, по яких сплачується процентна ставка (у розмірі основної ставки рефінансування ЄЦБ). 92% банкнот випускаються власне національними ЦБ пропорційно до їх часток у власному капіталі ЄЦБ. Різниця між фактично випущеною національним ЦБ кількістю банкнот і кількістю, яку він мав право випустити, підраховується щомісяця. На цю суму вини-

кають вимоги (якщо різниця від'ємна) або зобов'язання (якщо різниця додатна) відповідного національного ЦБ у рамках Євросистеми, по яких сплачуються проценти.

ЄЦБ і національні ЦБ можуть:

- здійснювати операції на фінансових ринках з вимогами, ліквідними цінними паперами або дорогоцінними металами шляхом купівлі або продажу на умовах аутрайт (спот або форвард) / зворотного викупу / кредитування або позичання (при цьому операції можуть проводитися у євро, інших валютах країн ЄС і за межами ЄС);
- здійснювати кредитні операції з кредитними установами та іншими учасниками ринку на умовах забезпечення адекватним заставним майном.

Для проведення операцій ЄЦБ і національні ЦБ можуть відкривати рахунки для кредитних установ, суб'єктів господарювання, чий цінні папери обертаються на відкритому ринку, та інших учасників ринку, а також приймати від них активи у якості забезпечення. ЄЦБ може вимагати від кредитних установ, розташованих у країнах-членах ЄС зберігати мінімальні резерви на рахунках у ЄЦБ і національних ЦБ. ЄЦБ та національні ЦБ можуть бути фіскальними агентами для державних органів.

**Зовнішні операції.** ЄЦБ і національні ЦБ можуть:

- встановлювати відносини з міжнародними організаціями, ЦБ та фінансовими установами в інших країнах;
- купувати та продавати активи в іноземній валюті та дорогоцінних металах;
- зберігати та управляти активами;
- здійснювати банківські операції з іншими країнами та міжнародними організаціями.

У 2005 р. у відповідь на зростання ролі євро як міжнародної валюти, Євросистема заснувала механізм для надання послуг з управління валютними резервами у євро для іноземних офіційних клієнтів (ЦБ, інших органів монетарної влади, державних установ за межами євросони, міжнародних організацій).

Окремі ЦБ Євросистеми (зокрема, Дойче Бундесбанк, Банк Іспанії, Банк Франції, Банк Італії, ЦБ Люксембурга, Нідерландський Банк), так звані "провайдери послуг Євросистеми" надають повний спектр послуг з управління валютними резервами. Ці послуги включають відкриття кастодіальних рахунків, кастодіальні та розрахункові послуги, послуги пов'язані з готівковими коштами та інвестуванням.

**Банківський нагляд.** Євросистема робить свій внесок у справу банківського нагляду. Нагляд за кредитними установами забезпечується відповідними установами країни-члена, в якій розташовані ці кредитні установи. В деяких країнах банківським наглядом займається національний ЦБ, в інших – спеціальні установи. Ще у 1970-х рр. було створено форум для багатосторонньої кооперації в сфері банківського нагляду.

Внесок ЄЦБ у цю справу **включає:**

- сприяння кооперації між національними ЦБ і спеціальними установами з банківського нагляду;
- консультування;
- кооперація з відповідними форумами у Європі.

Також ЄЦБ слідкує, щоб ЦБ не порушували заборону на надання овердрафт-чи інших прямих кредитів урядам, установам ЄС або пряму купівлю їх боргових інструментів. Виняток становить спеціальний механізм Банку Англії та уряду Великобританії. ЄЦБ також наглядає за купівлею національними ЦБ на вторинному ринку боргових цінних паперів державних органів країн-членів ЄС.

У разі порушення суб'єктами господарювання норм постанов і рішень ЄЦБ, останній може накладати санкції у вигляді штрафу або періодичної сплати пені.

#### **4.7. Платіжні та розрахункові системи**

Однією з задач Євросистеми є сприяння стабільному функціонуванню платіжних і розрахункових систем. Ця задача виконується за допомогою:

- забезпечення механізму для платежів і розрахунків (платіжна система TARGET2 і механізм для транскордонного використання забезпечення ССВМ);
- нагляду за платіжними системам у євро (встановлення і забезпечення дотримання стандартів, що забезпечує стабільне і ефективне здійснення операцій у євро);
- встановлення стандартів для систем розрахунків і клірингу за цінними паперами;
- забезпечення інтегрованого регуляторного і наглядового механізму для систем розрахунків за цінними паперами (SSSs – security settlement systems) – наприклад, механізм співпраці між ЄСЦБ і Комітетом європейських регуляторів ринків цінних паперів (CESR – Committee of European Securities Regulators);
- сприяння підвищенню ефективності платіжних систем і адаптації інфраструктури до вимог Єдиної зони платежів у євро (SEPA – single euro payments area)

Євросистема керує платіжною системою TARGET2 (TARGET2 – Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System 2) для здійснення бруто-розрахунків у євро у великих сумах грошей у рамках єврозони і деяких країн за межами єврозони.

Євросистема є також розрахунковим агентом для платіжних систем, якими вона не керує. Наприклад, ЄЦБ є розрахунковим агентом для системи нетто-розрахунків ЄВРО1 (EURO1) Банківської асоціації євро (ЕВА – Euro Banking Association). Деякі національні ЦБ є розрахунковими агентами для роздрібних платіжних систем і систем розрахунків за цінними паперами, в яких можуть брати участь банки, незалежно від їх розміру або сфери діяльності.

Важливою функцією є встановлення і нагляду за дотриманням стандартів для платіжних систем у сфері юридичних аспектів, фінансових ризиків, операційної надійності, критеріїв доступу, управління тощо. На глобальному рівні Ключові принципи для системно важливих платіжних систем встановлено Комітетом з платіжних та розрахункових систем (CPSS – Committee on Pay-

ment and Settlement Systems) ЦБ країн Великої десяти<sup>6</sup>. У 2001 р. ЄЦБ ухвалив Ключові принципи як мінімальні стандарти для нагляду платіжних систем для операцій у великих сумах коштів у євро. Для роздрібних платіжних систем ЄЦБ у 2003 р. ухвалив Стандарти нагляду для роздрібних платіжних систем у євро.

У Євросистемі нагляд за платіжними системами зазвичай здійснюють національні ЦБ. ЄЦБ виконує наглядові функції самостійно або колективно з іншими установами у таких системах:

- ТАРГЕТ2;
- ЄВРО1;
- Система неперервних зв'язаних розрахунків (CLS – Continuous Linked Settlement), розташована у США (ФРС США є основним наглядачем цієї системи, а ЄЦБ є наглядачем у частині операцій з євро, яка є другою валютою, яка найчастіше використовується у CLS, після долара);
- роздрібна платіжна система STEP 2 Банківської асоціації євро;
- безпечна система передачі фінансової інформації СВІФТ.

ЄЦБ і Європейська Комісія також допомагають у реалізації проекту створення Єдиної зони платежів у євро SEPA. Проект SEPA спрямований на зменшення вартості обробки транскордонних платежів. Формування SEPA включає:

- єдину валюту;
- єдиний набір платіжних інструментів у євро – платіжні доручення, автоматична оплата рахунків, карткові платежі;
- спільні технічні стандарти та ділова практика;
- ефективна інфраструктура для обробки платежів у євро;
- гармонізована нормативно-правова база;

---

<sup>6</sup> В ЄС існує інший Комітет з платіжних та розрахункових систем ЄС (Payment and Settlement Systems Committee).

- єдині ціни на внутрішні та транскордонні платежі в межах SEPA;
- розвиток нових послуг, орієнтованих на клієнтів.

Для організації її формування у 2002 р. створена Європейська платіжна рада (European Payments Council) – регулюючий і координуючий орган банківського сектору Європи в сфері платежів. Вона побудована на засадах саморегулювання. Її членами є банки та банківські асоціації Європи. З 2008 р. розпочалося часткове застосування платіжних інструментів SEPA (у частині платіжних доручень). До SEPA входять країни ЄС, Ісландія, Норвегія, Швейцарія, Ліхтенштейн, Монако.

#### **4.8. Звітування, дослідження та статистика**

**Звітування.** ЄЦБ зобов'язаний направляти річний звіт про діяльність ЄСЦБ та монетарну політику за попередній і поточний рік до Європейського Парламенту, Ради ЄС, Європейської Комісії та Європейської Ради. Також ЄЦБ має публікувати квартальні звіти про діяльність ЄСЦБ. Щотижня має публікуватися консолідований фінансовий звіт ЄСЦБ. Додатково до цих обов'язкових звітів ЄЦБ оприлюднює Місячний бюлетень (Monthly Bulletin), наукові роботи (Working Papers) та інші публікації на своєму веб-сайті.

З іншого боку, на відміну від Федеральної резервної системи США, Банку Англії або Банку Японії, ЄЦБ не оприлюднює протокол засідань своєї Керівної Ради, а також те, як голосував кожний з її членів. Вважається, що оприлюднення індивідуального голосування може сприяти тиску на членів Керівної ради та спекуляціям з приводу мотивів їх вибору.

Принаймні раз на 2 роки або на вимогу країни-члена за межами єврозони європейська Комісія і ЄЦБ мають звітувати перед Радою ЄС щодо прогресу у досягненні таких країн-членів відповідності критеріям конвергенції для того, щоб вони могли пізніше увійти до єврозони.

**Дослідження.** ЄЦБ також займається науковими дослідженнями з метою забезпечення монетарної політики концептуаль-

ною та емпіричною базою, а також кращого пояснення для громадськості мотивів, що лежать у основі його політики. Діяльність у сфері досліджень включає:

- макроекономічне моделювання єврозони;
- фінансову підтримку молодих вчених у Європі;
- організацію регулярних семінарів та конференцій (наприклад, у 2006 р., ЄЦБ був співорганізатором 14 конференцій з проблем монетарної політики, зарплати, фінансової інтеграції та стабільності, платежів та розрахунків, фінансової глобалізації та інтеграції, фінансової статистики та національних рахунків);
- публікацію наукових робіт;
- допомогу дослідницьким мережам та центрам, зокрема, Мережі з проблем ринків капіталу та фінансової інтеграції в Європі, Мережі з ділових циклів у євзоні, Центру досліджень економічної політики.

**Статистика.** ЄЦБ відповідає одноосібно або спільно з іншими установами за обробку статистичних даних у монетарній сфері, щодо фінансових установ та фінансових ринків, зовнішній сфері (включаючи платіжний баланс) і деяких інших.

З метою реалізації статистичної функції ЄЦБ одержує допомогу від національних ЦБ, співробітничав з установами ЄС, державними органами країн-членів та третіх країн, міжнародними організаціями. Найбільш тісне співробітництво відбувається з Євростатом.

---

## Питання по темі

1. Яким є правовий статус ЄСЦБ та її складових?
2. Як визначаються частки країн-членів у капіталі ЄСЦБ? Хто є найбільшими акціонерами ЄСЦБ, яка їх частка?
3. На що впливають частки країн-членів у капіталі ЄСЦБ?
4. Які особливості статусу в рамках ЄСЦБ національних ЦБ країн за межами єврозони?

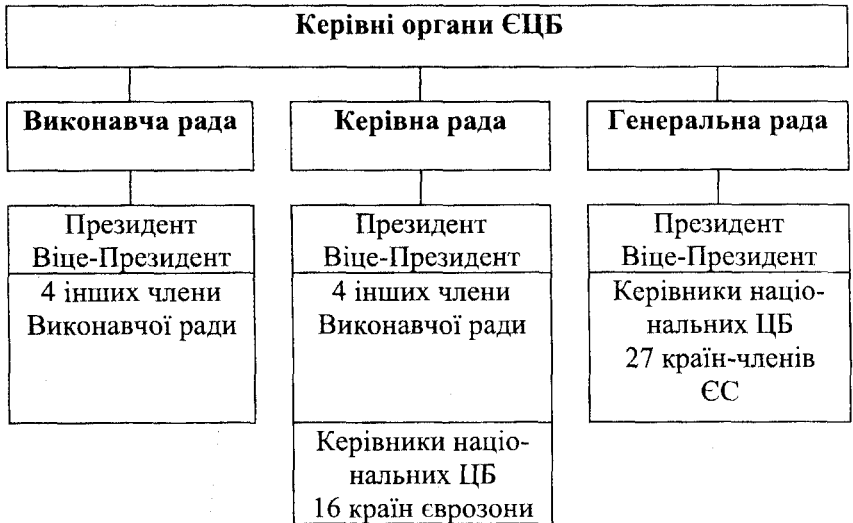
5. Як розподіляються фінансові результати ЄЦБ?
6. Як розподілені валютні резерви Євросистеми? Яким чином вони використовуються?
7. Чому ЄЦБ використовує стабільність цін як основну мету своєї діяльності?
8. Яке конкретне визначення цінової стабільності використовує ЄЦБ?
9. Що таке гармонізований індекс споживчих цін і які його складові?
10. Якими є задачі та принципи діяльності ЄЦБ?
11. Які нормативні акти може ухвалювати ЄЦБ?
12. У яких випадках ЄЦБ консультує інші органи влади ЄС?
13. Якою є особливості Євросистеми в сфері фінансової діяльності та монетарної політики?
14. Якими є зовнішні операції Євросистеми?
15. Поясніть функції Євросистеми в сфері фінансового нагляду.
16. Порівняйте особливості реалізації функцій ЄЦБ та Національного банку України.
17. Яким чином Євросистема сприяє стабільному функціонуванню платіжних і розрахункових систем?
18. Що таке SEPA?
19. Яким чином ЄЦБ звітує за свою діяльність?
20. Яким чином ЄЦБ залучений до науково-дослідної діяльності.
21. Поясніть особливості реалізації ЄЦБ статистичної функції.



## ГЛАВА 5. ОРГАНІЗАЦІЯ ДІЯЛЬНОСТІ ЄВРОПЕЙСЬКОЇ СИСТЕМИ ЦЕНТРАЛЬНИХ БАНКІВ

### 5.1. Принципи організації Європейської системи центральних банків

ЄСЦБ управляється керівними органами ЄЦБ: Керівною радою (Governing Council), Виконавчою радою (Executive Board) та Генеральною радою (General Council). ЄЦБ також включає підрозділи, комітети, пов'язаний зі спільними операційними мережами.



**Рис. 5.1. Керівні органи ЄЦБ.**

Джерело: The Monetary Policy of the ECB. – ECB, 2004. – 126 p.

Національні ЦБ у структурі ЄСЦБ діють відповідно до настанов та інструкцій ЄЦБ, є незалежними від органів та установ ЄС, урядів країн-членів або інших державних органів. Національні ЦБ

переважно відповідають за збір статистичної інформації, випуск та контроль обігу банкнот у своїх країнах, допомагають реалізовувати монетарну політику. Деякі національні ЦБ здійснюють банківський нагляд та/або є основним банком уряду.

Штат ЄЦБ включає співробітників з усіх країн-членів ЄС. У 2005 р. 12 національних ЦБ країн єврозони мали 49 тис. співробітників, а власне ЄЦБ – 1,3 тис. ЄЦБ оприлюднює інформацію на багатьох мовах, але всередині ЄЦБ та в рамках відносин всередині ЄСЦБ співробітники використовують лише англійську мову. Працівникам ЄЦБ та національних ЦБ, навіть після звільнення, заборонено розголошувати інформацію, що є професійною таємницею.

## 5.2. Керівні органи

**Керівна рада.** Керівна рада є найвищим органом управління ЄЦБ. Головою ради є Президент ЄЦБ. До її складу також входять інші члени Виконавчої ради та керівники національних ЦБ країн єврозони. Засідання Керівної ради також можуть відвідувати Президент Ради ЄС та члени Європейської Комісії, але без права голосу.

Керівна рада визначає монетарну політику ЕМС, приймає рішення щодо проміжних цілей монетарної політики, ключових процентних ставок, поповнення резервів ЄСЦБ, ухвалює настанови для досягнення цих цілей. Вона також:

- має ексклюзивне право санкціонувати випуск банкнот;
- може подавати позов до Суду ЄС;
- встановлює стандартні правила обліку та звітності за операціями національних ЦБ;
- ухвалює річний звіт та фінансовий звіт ЄЦБ тощо.

Керівна рада збирається принаймні 10 разів на рік, зазвичай двічі на місяць: у перший та третій вівторок місяця. Рішення в сфері монетарної політики, як правило, ухвалюються лише у перший вівторок місяця.

Щодо голосування, часто використовується правило простої більшості за умови наявності кворуму – 2/3 членів. Зважування

голосів використовується при розгляді таких фінансових питань: збільшення капіталу ЄЦБ та оплата внесків до нього, перегляд часток країн у капіталі, передача валютних резервів до ЄЦБ, розподіл монетарного доходу, чистого прибутку або збитку. У деяких випадках для ухвалення рішень вимагається підтримка всіх членів Керівної ради. Іноді дозволяється голосування за допомогою телеконференцій.

Раніше було вирішено, що коли кількість країн єврозони перевищить 15, лише 15 керівників національних ЦБ матимуть право голосу. При цьому використовується принцип ротації. Керівники національних ЦБ поділені на дві групи залежно від розміру економіки їх країн. Розмір економіки визначається двома складовими:

- частка країни в сукупному ВВП за ринковими цінами (ваговий коефіцієнт 5/6);
- частка країни у загальних активах сукупного балансу монетарних фінансових установ (ваговий коефіцієнт 1/6).

Перша група включає 5 керівників національних ЦБ країн єврозони з найбільшою економікою (група має 4 голоси). Решта керівників входять до другої групи (11 голосів). Коли кількість країн єврозони збільшиться до 22 будуть використовуватися три групи.

**Виконавча рада.** Виконавча рада включає Президента, Віце-Президента та чотирьох інших членів. Вони призначаються Європейською Радою за правилом кваліфікованої більшості з числа осіб з визнаним статусом та професійним досвідом у монетарній та банківській сфері (ці нові правила призначення введені Лісабонською угодою). Строк повноважень становить 8 років без права переобрання.

Виконавча рада відповідає за поточну діяльність ЄЦБ та реалізує монетарну політику. Для цього вона надає інструкції для національних ЦБ. Також Виконавча рада може одержувати додаткові повноваження від Керівної ради. Наприклад, раз на тиждень Виконавча рада приймає рішення з приводу кредитування банківського сектору в рамках основних операцій рефінансування. Вона також визначає внутрішню структуру ЄЦБ. Для ухвалення рішення звичайно потрібна проста більшість голосів.

Якщо кількість голосів за і проти однакова, Президент має вирішальний голос.

**Президент.** Специфічні обов'язки Президента ЄЦБ включають:

- головування у всіх трьох керівних органах ЄЦБ;
- вирішальний голос на засіданнях Керівної ради та Виконавчої ради;
- зовнішнє представництво ЄЦБ;
- презентація Річного звіту ЄЦБ у Європейському Парламенті та Раді ЄС;
- право відвідування засідань Ради з економічних та фінансових питань.

З 1 червня 1998 р. до 31 жовтня 2003 р. Президентом ЄЦБ був Вім Дуйзенберг. З 1 листопада 2003 р. до 31 жовтня 2011 р. – Жан-Клод Тріше.

**Генеральна рада.** Генеральна рада виконує функції, успадковані від ЄВІ, і буде існувати доти, доки всіє країни-члени ЄС не приєднаються до єврозони. Генеральна рада включає Президента та Віце-Президента ЄЦБ і керівників національних ЦБ всіх країн-членів ЄС, а не тільки єврозони.

Генеральна рада виконує консультативну та координаційну функцію; сприяє майбутньому розширенню єврозони, збору статистичної інформації, розробці звітів про діяльність ЄЦБ; займається моніторингом функціонування МВК-2, створенням стандартизованих правил обліку та звітності щодо операцій національних ЦБ, питаннями розподілу часток у капіталі ЄЦБ між країнами, розробкою умов зайнятості співробітників ЄЦБ. Генеральна рада не відповідає за монетарну політику в єврозоні. Вона зазвичай збирається один раз на три місяці, іноді в режимі телеконференції.

### 5.3. Підрозділи

Основою організаційної структури ЄЦБ є підрозділи (business areas), до яких можуть входити відділи (divisions). Кожний з них очолює директор або генеральний директор. Існують такі підрозділи та відділи:

Адміністрація (генеральний директорат):

- адміністративні послуги
- приміщення
- безпека
- облік та закупівлі
- фінансова звітність та політика

Банкноти (директорат):

- управління валютою
- валютний розвиток

Комунікації (директорат):

- преса та інформація
- публікації, події та протокол

Консультаційна рада Виконавчої ради

Постійне представництво ЄЦБ у Вашингтоні

Економіка (генеральний директорат):

- фіскальна політика

- Економічні тенденції (директорат):

- макроекономічні тенденції у єврозоні
- країни ЄС
- зовнішні тенденції

- Монетарна політика (директорат):

- ринки капіталу і фінансова структура
- позиція монетарної політики
- стратегія монетарної політики

Фінансова стабільність та нагляд (директорат):

- фінансова стабільність
- фінансовий нагляд

Трудові ресурси, бюджет та організація (генеральний директорат):

- бюджет, контролінг і організація
- набір персоналу і винагорода

- політика щодо управління персоналом і відносини з персоналом
- управління ризиком

Інформаційні системи (генеральний директорат):

- функції управління інформаційними технологіями
- операції та підтримка в сфері інформаційних технологій

- Проекти у сфері інформаційних технологій (директорат)

Внутрішній аудит (директорат):

- аудиторські місії
- аудиторські послуги

Міжнародні та європейські відносини (генеральний директорат):

- установи та форуми ЄС
- сусідні регіони з ЄС
- аналіз міжнародної політики

Юридичні послуги (генеральний директорат):

- юристи-лінгвісти
- юридичні поради

Операції на ринку (генеральний директорат):

- послуги фінансових операцій
- фронт-офіс
- інвестиції
- аналіз операцій на ринку
- системи операцій на ринку

Платіжні системи та інфраструктура ринку (генеральний директорат):

- ринкова інтеграція
- нагляд
- ТАРГЕТ2 і заставне майно

Дослідження (генеральний директорат):

- економетричне моделювання
- фінансові дослідження
- дослідження монетарної політики

Секретаріат та лінгвістичні послуги (генеральний директорат):

- лінгвістичні послуги
- секретаріат
- архіви, бібліотека та записи

Статистика (генеральний директорат):

- рахунки та економічна статистика єврозони
- зовнішня статистика
- монетарна і фінансова статистика
- послуги в сфері статистичної інформації
- розвиток і координація статистичної справи

Програма T2S.

#### **5.4. Комітети**

Для забезпечення взаємодії між різними структурними одиницями було створено внутрішні комітети ЄЦБ. Членами комітетів є співробітники ЄЦБ, національних ЦБ Євросистеми, або інших органів (наприклад членами Комітету банківського нагляду є співробітники національних органів банківського нагляду). Зокрема, було створено такі комітети (їх кількість і назви можуть змінюватися):

- Комітет з обліку і монетарного доходу в рамках Євросистеми надає консультації з питань обліку, фінансової звітності та розподілу монетарного доходу;
- Комітет банківського нагляду займається питаннями нагляду за кредитними установами та стабільністю фінансової системи;

- Комітет з банкнот сприяє в рамках Євросистеми кооперації щодо виробництва, випуску в обіг та подальших етапів використання банкнот;
- Комітет зовнішніх зв'язків допомагає ЄЦБ у реалізації комунікаційної політики, особливо в сфері публікації багатьма мовами;
- Комітет інформаційних технологій допомагає в розвитку, впровадженні та підтримці функціонування систем у сфері інформаційних технологій та комунікаційної інфраструктури, що лежать в основі спільних операційних систем;
- Комітет внутрішніх аудиторів розробляє спільні стандарти для аудиту операції Євросистеми, займається аудитом спільних проєктів і операційних систем на рівні ЄСЦБ;
- Комітет міжнародних відносин допомагає ЄЦБ у питаннях міжнародного співробітництва;
- Комітет ринкових операцій допомагає Євросистемі у проведенні операцій у сфері монетарної політики, валютних операцій, управлінні валютними резервами та функціонуванні МВК-2;
- Комітет монетарної політики консультує з довгострокових проблем формування монетарної та валютної політики, займається питаннями макроекономічних тенденцій в єврозоні тощо;
- Статистичний комітет консультує з питань збору і обробки статистичних даних;
- Юридичний комітет консультує з юридичних проблем, пов'язаних з виконанням завдань ЄЦБ;
- Комітет з менеджменту допомагає Виконавчій раді щодо проблем управління ЄЦБ, стратегічного планування і проблем бюджету;
- Конференція з трудових ресурсів сприяє кооперації в сфері управління трудовими ресурсами;
- Комітет платіжних і розрахункових систем був створений для консультування з питань функціонування платіжної системи ТАРГЕТ (зараз замість неї діє ТАРГЕТ-2),



загальної політики щодо платіжних систем та систем розрахунків за цінними паперами.

## 5.5. Спільні операційні системи

ЄЦБ і національні ЦБ Євросистеми також створили ряд спільних операційних систем для проведення децентралізованих операцій:

- системи для тендерних операцій і двосторонніх інтервенцій на ринку для безпечної та швидкої передачі інструкцій у рамках проведення операцій монетарної політики на децентралізованій основі;
- система обміну нестатистичною інформацією (зокрема, про денні баланси національних ЦБ і ЄЦБ для забезпечення аналізу грошового ринку);
- спільна фронт-офісна система, зокрема, для обробки транзакцій з валютними резервами ЄЦБ, що проводяться національними ЦБ і ЄЦБ, з метою моніторингу позицій, лімітів, ризиків та ефективності;
- система валютної інформації для моніторингу запасів банкнот у різних місцях у межах Євросистеми (у разі нестачі або надлишку банкнот у різних місцях відбувається перевезення банкнот).

Існують були створені спільні операційні системи, до яких входять також національні ЦБ країн ЄС за межами євросони:

- закрита система електронної пошти SebaMail для безпечного обміну інформацією між ЦБ;
- закрита система телеконференцій для безпечного проведення телеконференцій у рамках ЄСЦБ на рівні керівників ЦБ і експертів;

- система моніторингу підробки грошей для централізації інформації про випадки підробки банкнот євро;
- система обміну статистичною інформацією для забезпечення безпечної та швидкої передачі статистичної інформації у спільному форматі в рамках ЄСЦБ;
- статистика монетарних фінансових установ і монетарна база даних, яка є централізованим реєстром монетарних фінансових установ (містить також дані про активи, що можуть бути використані для забезпечення при одержанні кредитів від Євросистеми);
- платіжна система ТАРГЕТ2.

## 5.6. ТАРГЕТ, ТАРГЕТ2, ТАРГЕТ2-Секьюритіз

**ТАРГЕТ.** У 1999 р. Євросистема запровадила платіжну систему ТАРГЕТ (TARGET – Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System) для здійснення бруто-розрахунків у євро у великих сумах грошей у євросоні і деяких країнах за її межами. Система бруто-розрахунків у режимі реального часу (Real-time Gross Settlement System), ще одним прикладом якої став ТАРГЕТ – це система платежів, коли перекази грошей проводяться негайно, в повному обсязі (а не в кінці дня з перерахуванням лише різниці між взаємними зобов'язаннями, як за системою нетто-розрахунків). Впровадження такого механізму спрямоване на мінімізацію ризиків, пов'язаних з часовим лагом при електронних переказах грошей у великих сумах.

ТАРГЕТ поєднала декілька національних систем бруто-розрахунків у режимі реального часу і платіжний механізм ЄЦБ. Використання ТАРГЕТ за деякими операціями обов'язкове, зокрема для:

- операцій у рамках монетарної політики Євросистеми;
- валютнообмінних операцій Євросистеми з євро;
- платіжних операцій у євро для систем переказу грошей у великих сумах.

Для інших операцій, таких як міжбанківські та комерційні платежі в євро контрагенти можуть використовувати або ТАРГЕТ, або інші платіжні системи. У 2006 р. через ТАРГЕТ було проведено внутрішніх і транскордонних платежів на загальну суму більше 533 трильйонів євро. На кінець 2004 р. існувало більше 10 тис. учасників ТАРГЕТ.

Прийняття рішень щодо функціонування ТАРГЕТ було покладено на Керівну раду ЄЦБ за допомогою Комітету з платіжних та розрахункових систем і робочої групи управління ТАРГЕТ. Ціни на транскордонні платежі були встановлені за платіж незалежно від суми та напрямку платежу. Встановлення цін на платежі всередині країн було покладено на національні ЦБ.

**ТАРГЕТ2.** На зміну ТАРГЕТ прийшла ТАРГЕТ2 (TARGET 2) – нова більш інтегрована система платежів у великих сумах. Базується на Єдиній спільній платформі (SSP – Single Shared Platform) – технічній інфраструктурі, функціонування якої забезпечують три ЦБ Євросистеми (Banca d'Italia, Banque de France, the Deutsche Bundesbank). За ТАРГЕТ2 банки ЄС незалежно від місця розташування у ЄС одержують однакову високу якість, функціональність, інтерфейс і цінову структуру.

Розробка ініційована в 2002 р., діє з 2007 р. Перехід з ТАРГЕТ на ТАРГЕТ2 здійснювався по черзі групами країн. Перша група (перехід 19 листопада 2007 р.) – Австрія, Кіпр, Німеччина, Латвія, Литва, Люксембург, Мальта, Словенія. Друга група (18 лютого 2008 р.) – Бельгія, Фінляндія, Франція, Ірландія, Нідерланди, Португалія, Іспанія. Третя група (19 травня 2008 р.) – Данія, Естонія, Греція, Італія, Польща, ЄЦБ. Робочі години – з 7:00 до 18:00 за центральноєвропейським часом крім суботи, неділі та декількох свят.

У Єдиній спільній платформі використовується модульний підхід. Кожний модуль пов'язаний з конкретним видом послуг. Наприклад платіжний модуль пов'язаний з обробкою платежів. Деякі модулі використовуються національними ЦБ на засадах вільного вибору (наприклад, модуль для управління резервами). Якщо національні ЦБ не використовують ці модулі, то вони ма-

ють забезпечити здійснення відповідних послуг за допомогою власної технічної інфраструктури.

Доступ до TARGET2 може бути у різних формах.

1. Пряма участь. Прямі учасники мають рахунки в платіжному модулі Єдиної спільної платформи, а також доступ до інформації у режимі реального часу і контрольних функцій.

2. Непряма участь. Непрямі учасники посилають у систему або одержують з неї платіжні доручення через прямих учасників. Розрахунки проводяться через рахунок прямого учасника у Єдиній спільній платформі. Непрямими учасниками можуть бути лише кредитні установи, що знаходяться під банківським наглядом і розташовані в Європейській економічній зоні. Непрямі учасники перераховані у довіднику TARGET2.

3. "Addressable BICs". Кореспондент або філія прямого учасника, яка має код BIC (банківський ідентифікаційний код) можуть бути включені до довіднику TARGET2, незалежно від місця їх розташування. Їх взаємодія з TARGET2 здійснюється схожим шляхом як і у випадку непрямих учасників.

4. Мультиадресатний доступ (multi-addressee access). Розрахунки здійснюються також через рахунок прямого учасника у Єдиній спільній платформі, але без залучення самого прямого учасника. Таку форму доступу можуть мати філії прямого учасника або банки з його групи.

**TARGET2-Секьюритіз.** У процесі формування знаходиться TARGET2-Секьюритіз (T2S – TARGET2-Securities). Він має стати єдиною інформаційно-технологічною платформою, якою можуть користуватися Центральні депозитарії цінних паперів (CSDs – Central Security Depositories). Функціонування T2S буде забезпечуватися Євросистемою на неприбутковій основі. Банки та інші інвестори зможуть користуватися T2S лише опосередковано – через центральні депозитарії цінних паперів. T2S буде пов'язана з TARGET2. Передача цінних паперів буде здійснюватися лише після перерахунку грошей. Перехід до T2S розпочнеться у 2013 р.

На даний момент передачу прав власності на міжнародні цінні папери або національні цінні папери, якщо операції з ними є транскордонними, забезпечують міжнародні центральні депо-

зитарії цінних паперів. Вони мають прямі зв'язки з місцевими центральними депозитаріями цінних паперів або діють через агентів. У ЄС є два такі міжнародні центральні депозитарії цінних паперів: Clearstream (у Люксембурзі) та Euroclear (у Брюсселі).

## 5.7. Взаємодія з іншими органами ЄС

**Європейський парламент** (European Parliament). Європейський парламент є важливим для забезпечення підзвітності ЄЦБ у сфері здійснення монетарної політики та суміжних проблем.

**Рада ЄС** (EU Council). ЄЦБ поділяє з Радою ЄС відповідальність у сфері валютно-курсних проблем і зовнішнього представництва єврозони. За рекомендацією ЄЦБ або Європейської Комісії Рада ЄС може формулювати засади валютно-курсової політики, за умови що вони не суперечать основній меті ЄЦБ – цінновій стабільності.

Хоча офіційно існує лише одна Рада ЄС, її засідання відбуваються у різному складі, залежно від проблем, що розглядаються. Питання функціонування ЕМС підпадають під компетенцію Ради з економічних і фінансових питань (ECOFIN Council), перед якою ЄЦБ також підзвітний. За необхідності, на її засідання запрошується Президент ЄЦБ. ЄЦБ також пов'язаний з діяльністю специфічних органів, таких як Комітет з фінансових послуг або Комітет з регулювання європейських ринків цінних паперів

**Єврогрупа** (Eurogroup). Єврогрупа була створена як неформальний орган у складі міністрів фінансів країн єврозони та Комісара з економічних і монетарних проблем. Єврогрупа займається питаннями загального функціонування економіки єврозони, бюджетів країн єврозони, стимулювання структурних реформ, зовнішнім сприйняттям єврозони.

У кінцевому рахунку також питання валютно-курсової політики в єврозоні вирішуються ЄЦБ і Єврогрупою. Представники ЄЦБ можуть запрошуватися на засідання Єврогрупи. Незважаючи на тісну взаємодію і необхідність формулювання узгодже-

ної позиції, іноді окремі міністри фінансів висловлюють свою думку щодо валютного курсу до засідання Єврогрупи, іноді щоб вплинути таким чином на інших членів Єврогрупи. Але це послаблює переговорні позиції єврозони в цілому, а вплив на фінансові ринки може виявитись протилежним до бажаного.

**Європейська Комісія** (European Commission). Комісар з економічних і монетарних проблем за необхідності відвідує засідання Ради з економічних і фінансових питань, Єврогрупи та Керівної Ради ЄЦБ. ЄЦБ тісно співробітничав з Євростатом, так само як із Комітетом з монетарної, фінансової статистики та статистики платіжного балансу. ЄЦБ також залучається до роботи ряду спеціалізованих груп і комітетів: у сфері фінансової інтеграції ("Giovannini Group"), банківського нагляду і фінансової стабільності (Європейський банківський комітет і Комітет європейських банківських наглядачів) тощо.

**Економічний і фінансовий комітет** (Economic and Financial Committee). Цей комітет було створено для консультаційної допомоги Раді з економічних і фінансових питань. Оскільки ЄЦБ залучений до діяльності Економічного і фінансового комітету, ЄЦБ залучений до дискусії з приводу Широких орієнтирів у сфері економічної політики, дотримання країнами-членами вимог щодо фіскальної політики згідно Програм стабільності та конвергенції, а також підготовки позиції щодо міжнародних проблем.

**Комітет економічної політики** (Economic Policy Committee). Комітет включає представників від країн-членів, Європейської Комісії та ЄЦБ. Він залучений до підготовки засідань Єврогрупи та Ради з економічних і фінансових питань і фокусується переважно на структурних реформах.

## 5.8. Роль Макроекономічного діалогу та контактних груп

**Макроекономічний діалог** (Macroeconomic Dialogue) було створено Європейською Радою у 1999 р. Він є інституціоналізованим засобом діалогу між ЄЦБ, Радою ЄС, Європейською Комісією і соціальними партнерами на європейському рівні (Євро-

пейська конфедерація профспілок, Європейський центр підприємств за участю держави та підприємств загальноекономічного значення, BusinessEurope як організація роботодавців). Діалог має місце двічі на рік і надає можливість для обміну думками щодо умов на ринку праці, тенденцій у сфері фіскальної та структурної політики. У Макроекономічному діалозі ЄЦБ представлений Президентом.

Відбуваються дискусії щодо формування нових органів. Зокрема, йдеться про Європейську раду системного ризику для нагляду за фінансовою системою. Передбачається що ЄЦБ представлений у цьому органі та надаватиме йому адміністративну, логістичну, статистичну і аналітичну допомогу.

**Контактна група з валютних операцій** (Foreign Exchange Contact Group – FXCG). Група є форумом для обговорення тенденцій важливих для валютного ринку. Головує в групі Генеральний директор Генерального директорату ЄЦБ з операцій на ринку. Головний радник Генерального директорату також є членом групи. Група включає приблизно 20 членів з високими повноваженнями у фінансових установах, що мають провідні позиції на валютному ринку. Крім членів, інші учасники включають представників національних ЦБ країн євросони.

**Контактна група з грошового ринку** (Money Market Contact Group – MMCG). У групі обговорюються проблеми грошового ринку. Головує в групі також Генеральний директор Генерального директорату ЄЦБ з операцій на ринку. Група включає приблизно 20 членів, що представляють європейські комерційні банки. Крім членів, інші учасники включають представників національних ЦБ країн євросони.

**Група операційних менеджерів** (Operations Managers Group – OMG). Вона є фактично підгрупою FXCG і MMCG і дозволяє регулярно контактувати експертам з розрахунків між собою і з Євросистемою щодо операційних питань. Група також є форумом для реакції на кризові ситуації на фінансовому ринку. Головує у групі один з представників банків-членів. Кожні 2 роки відбувається ротація. Група включає приблизно 20 членів, що представляють європейські комерційні банки, а також представників національних ЦБ країн євросони.

**Контактна група зі стратегії платежів у євро** (Contact group on euro payments strategy – COGEPS). Група є форумом для обговорення тенденцій у сфері платіжних систем і послуг. Головують у групі Генеральний директор Генерального директорату ЄЦБ з платіжних систем та інфраструктури ринку та Голова Європейської платіжної ради. Членами групи є близько 45 членів: представники Євросистеми, комерційних банків єврозони, банківських асоціацій ЄС і делегати з робочих груп Європейської платіжної ради. Є також спостерігачі від чотирьох національних ЦБ країн ЄС за межами єврозони та від Європейської Комісії.

**Контактна група з інфраструктури цінних паперів у євро** (Contact group on euro securities infrastructures – COGESI). У групі обговорюються проблеми розрахунків по цінних паперах (передачі прав власності на цінні папери), зокрема питання управління заставним майном, ліквідністю, розвитку інфраструктури, регулювання, стандартів тощо. Головує у групі Генеральний директор Генерального директорату ЄЦБ з платіжних систем та інфраструктури ринку. Група включає близько 40 членів: представників Євросистеми, комерційних банків, систем розрахунків по цінних паперах та клірингових домів переважно з єврозони. Є також спостерігачі від чотирьох національних ЦБ країн ЄС за межами єврозони та від Європейської Комісії.

## **5.9. Взаємодія з міжнародними організаціями**

ЄЦБ залучається до міжнародної кооперації за такими напрямками:

- у питаннях єдиної монетарної політики представляє ЄС;
- у питаннях курсу євро виконує функцію представництва разом з Радою з економічних і фінансових питань і Єврогрупою;
- у сфері платіжних систем ЄЦБ і національні ЦБ формулюють позиції щодо задачі Євросистеми сприяти



стабільному та ефективному функціонуванню платіжних і розрахункових систем;

- у сфері статистики, ЄЦБ зобов'язаний співробітничати з міжнародними організаціями;

- у питаннях банківського нагляду і фінансової стабільності як ЄЦБ, так і національні органи мають компетенцію щодо формулювання позицій і участі в міжнародному обговоренні.

**Міжнародний валютний фонд.** 21 грудня 1998 р. ЄЦБ було надано статус спостерігача у Виконавчій раді МВФ. Таке рішення дозволило уникнути необхідності змінювати Угоду про створення МВФ, де передбачено, що членство можуть мати лише країни. Також на окремих засіданнях у МВФ представлена Європейська Комісія Комісіонером з економічних і монетарних проблем. При участі у дискусіях по валютно-курскових проблемах у Виконавчій раді МВФ представники єврозони зв'язані спільною позицією, узгодженою ЄЦБ і Єврогрупою. Передбачені консультації згідно Статті 4 у формі регулярних місій і дискусій з ЄЦБ, Європейською Комісією і Єврогрупою.

**Організація економічного співробітництва та розвитку.** ЄЦБ також співробітничав з ОЕСР.

**Банк міжнародних розрахунків.** ЄЦБ бере участь у найрізноманітніших сферах діяльності цієї організації. З 2000 р. ЄЦБ став одним з власників Банку міжнародних розрахунків з правом голосу і бути представленим на щорічних Генеральних зборах, де обговорюються різні економічні питання (наприклад, економічні тенденції в розвинених країнах та новітніх ринках, потенційні загрози глобальній фінансовій стабільності, довгострокові монетарні та фінансові тенденції).

Міжнародне співробітництво також відбувається в рамках неформальних форумів, де представлені керівники ЦБ і міністри фінансів.

**Велика сімка** (США, Японія, Німеччина, Франція, Великобританія, Італія, Канада). На зустрічах йдеться про економічні та фінансові тенденції та перспективи в країнах-учасниках, глобальні валютно-курскові проблеми. У Великій сімці єврозона представлена Президентом Єврогрупи та Президентом ЄЦБ. В тих

частинах зустрічей, де йдеться про нагляд за макроекономічними тенденціями та валютні курси, беруть участь Президент ЄЦБ і Президент Єврогрупи, а керівники ЦБ Франції, Німеччина та Італії не беруть. При обговоренні інших проблем (міжнародна фінансова архітектура, ініціативи щодо боргів бідних країн тощо), навпаки, беруть участь лише ЦБ цих трьох країн.

**Велика десятка** (Велика сімка + Швеція, Швейцарія, Нідерланди). Останніми роками вона переважно зосереджувалася на проблемах запобігання та управління міжнародними валютними кризами. Президент ЄЦБ бере участь як спостерігач у річних зборах Великої десятки. Керівники ЦБ Великої десятки створили ряд постійних комітетів. ЄЦБ має статус спостерігача при Базельському комітеті з банківського нагляду. Член Виконавчої ради головував у Комітеті з платіжних і розрахункових систем. ЄЦБ є членом Комітету з глобальної фінансової системи (який опікується питаннями її стабільності та ефективності), Комітету з ринків (який опікується тенденціями на фінансових, особливо валютному, ринках).

**Велика двадцятка** (Велика сімка + Аргентина, Австралія, Бразилія, Китай, Індія, Індонезія, Республіка Корея, Мексика, Росія, Саудівська Аравія, Південна Африка, Туреччина і ЄС). Останнє представлене Президентом Ради ЄС і Президентом ЄЦБ.

**Форум з фінансової стабільності.** Член Виконавчої ради ЄЦБ відвідував регулярно форум як Голова Комітету з платіжних і розрахункових систем.

Лісабонська угода надає можливість єдиного представництва ЄС у міжнародних організаціях, таких як Велика сімка або Велика двадцятка.

---

### Питання по темі

1. Якою є структура ЄСЦБ?
2. Якою є роль Керівної ради ЄЦБ?
3. Яким чином відбувається голосування у Керівній раді ЄЦБ?

4. Які особливості функціонування Виконавчої ради ЄЦБ?
5. Поясніть функції Президента ЄЦБ.
6. Якою є сфера компетенції Генеральної ради ЄЦБ?
7. Які підрозділи входять до ЄЦБ?
8. Які комітети входять до ЄЦБ? Які їх функції?
9. Що таке спільні операційні системи в рамках ЄСЦБ? Які їх функції?
10. Поясніть особливості функціонування ТАРГЕТ2? У чому полягають її відмінності від ТАРГЕТ?
11. Яким чином установи можуть бути учасниками ТАРГЕТ2?
12. З якою метою створюється ТАРГЕТ2-Секьюритіз? На якій стадії формування знаходиться ця система?
13. Порівняйте структуру ЄЦБ і Національного банку України.
14. Якими можуть бути перспективи еволюції ролі Євросистеми та процесу прийняття рішень у ній?
15. Порівняйте за різними аспектами Євросистему і ФРС США.
16. Яким чином ЄЦБ взаємодіє з Європейським парламентом та Радою ЄС?
17. Яким чином ЄЦБ взаємодіє з Європейською Комісією та іншими виконавчими органами влади ЄС?
18. Яким чином ЄЦБ взаємодіє в рамках Макроекономічного діалогу?
19. Які контактні групи існують за участю представників ЄЦБ і суб'єктів ринку.
20. У яких сферах ЄЦБ співпрацює з міжнародними організаціями?
21. Яким чином ЄЦБ взаємодіє з МВФ, ОЕСР та Банком міжнародних розрахунків?
22. Яким чином ЄЦБ взаємодіє в рамках провідних міжнародних форумів?

## ГЛАВА 6. ЗАСОБИ ТА ПРОЦЕДУРНІ АСПЕКТИ ЄДИНОЇ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ В ЄВРОЗОНІ

### 6.1. Валютні операції

**Основні засади валютно-курсової політики.** На зустрічі у Люксембурзі в 1997 р. Європейська Рада наголосила, що курс євро має швидше формуватися внаслідок економічних процесів та різних напрямів економічної політики, ніж бути ще однією метою політики. Тому загальні орієнтири для валютно-курсової політики мають розроблятися лише за виключних умов. Головною метою для ЄЦБ є цінова стабільність, а не певний рівень валютного курсу.

Реалізація валютно-курсової політики включає чотири етапи.

1. Оцінка факторів і тенденцій на валютному ринку. ЄЦБ розглядає ефективний валютний курс (тобто середньозважений курс євро по відношенню до основних торговельних партнерів, а не до однієї якоїсь валюти, наприклад, долара), який є важливим фактором платіжного балансу. При розрахунку ефективного курсу євро вага долара становить 24%, фунта стерлінгів – 21%, ієни – 10%, юаня і швейцарського франка – по 7%. Вага азійських валют становить 25%, що більше ніж вага долара.

2. Обговорення тенденцій з основним партнерами в рамках Великої сімки, МВФ, двосторонніх консультацій.

3. Публічні оголошення про ситуацію на валютному ринку і валютно-курсову політику. Часто такі вербальні інтервенції практикуються в рамках Великої сімки.

4. Валютні інтервенції. Вони здійснюються лише за допомогою валютних резервів ЄЦБ. Для інтервенцій використовуються валюти країн-учасниць МВК-2 або інших країн.

**Валютні інтервенції.** Інтервенції в рамках МВК-2 є автоматичними та необмеженими, якщо валютний курс наближається до максимальних меж коливань. Але інтервенції мають бути припинені, якщо є загроза для цінової стабільності. Учасники МВК-2 можуть ініціювати процедуру перегляду центральних курсів національних

валют до євро. ЄЦБ та національні ЦБ можуть також погодити проведення обмежених скоординованих інтервенцій, якщо валютний курс не наближається до меж коливань.

Інтервенції в інших валютах практично не використовуються. Але є і винятки. Зокрема, 22 вересня 2000 р. ЄЦБ разом з відповідними органами США, Японії, Великобританії та Канади провели скоординовану інтервенцію на підтримку євро, курс якого перед цим суттєво знизився. Повторна інтервенція була проведена ЄЦБ самостійно у листопаді 2000 р.

**Кредитування для вирішення проблем з валютним курсом і платіжним балансом.** Для інтервенцій у рамках МВК-2 ЄЦБ і національні ЦБ використовують надкороткострокові кредити один для одного. Строк цих кредитів становить 3 місяці. Він може бути подовжений максимум ще на 3 місяці.

У 2002 р. було створено механізм середньострокової фінансової допомоги для країн-членів ЄС за межами єврозони, що потерпають від проблем з платіжним балансом. Наданням допомоги для відповідної країни займається Європейська Комісія, яка укладає кредитні угоди на ринках капіталу або з фінансовими установами. Країна, що має труднощі, спочатку має проконсультуватися з Європейською Комісією щодо використання механізму середньострокової фінансової допомоги, перш ніж звертатися за фінансуванням з-за меж ЄС. Такі консультації проводяться в рамках Економічного і фінансового комітету. У середньострокову допомогу може бути переоформлені надкороткострокові кредити ЄЦБ. За бажанням країни-позичальника середньострокова допомога може повертатися достроково.

**Управління валютними резервами.** На кінець 2005 р. обсяг валютних резервів ЄЦБ становив 41,5 млрд євро. Їх обсяг мав бути меншим порівняно з початковим рівнем завдяки валютним інтервенціям у 2000 р. і продажу золота у 2005-2006 р. Але це компенсувало подорожчання золота. ЄЦБ має право вимагати від національних ЦБ передачу йому валютних резервів, але лише для того щоб компенсувати зменшення валютних резервів.

Валютні резерви ЄЦБ. Метою управління валютними резервами є переважно максимізація їх вартості. Враховуються також валютний склад резервів, дохідність, процентний ризик, кредит-

ний ризик, ліквідність. Деякі функції в рамках управління валютними резервами, такі як управління ризиками та облік, виконуються самим ЄЦБ. Але більшість функцій делеговано окремим національним ЦБ. Національні ЦБ мають мандат на управління або доларовим субпортфелем або ієновим субпортфелем валютних резервів. Мандат на управління обома субпортфелями мають Дойче Бундесбанк і Банк Франції. Золоті резерви активно не управляються.

Валютні резерви національних ЦБ. На кінець 2005 р. вони становили 279 млрд євро (з них 111 млрд євро у валютах і 168 млрд євро у золоті, СДР або резервній позиції в МВФ). Валютні резерви національних ЦБ не використовуються вже для проведення валютної політики, але можуть у разі необхідності надаватися ЄЦБ. Валютні операції національних ЦБ, що перевищують певні обсяги, потребують дозволу з боку ЄЦБ. Але дозвіл не потрібний для інвестиційних операцій на закордонних фінансових ринках.

## **6.2. Обмеження на рух капіталу**

З 1 січня 1994 р., тобто з початком другої стадії формування ЕМС, були запроваджені нові правила регулювання руху капіталу:

- повна свобода руху капіталу і платежів між самими країнами-членами, а також між країнами-членами та третіми країнами;
- можливість збереження окремих обмежень відносно третіх країн;
- збереження вимог країн-членів у деяких сферах з мотивів інформування, нагляду і оподаткування без створення перепон для руху капіталу;
- можливість застосування захисних заходів, якщо рух капіталу з або в треті країни спричиняє серйозні проблеми для функціонування ЕМС;
- можливість здійснення заходів щодо руху капіталу з або в треті країни з міркувань безпеки або зовнішньої політики.

Паралельно для забезпечення сумісності різних напрямів економічної політики ЄС були також впроваджені заходи ще в таких сферах.

1. Суб'єкти господарювання і споживачі: заходи щодо захисту споживачів, спрямовані на банки, фірми та споживачів.

2. Оподаткування: хоча податкова політика переважно знаходиться у компетенції національних органів країн-членів, окремі податкові норми застосовуються до суб'єктів господарювання і споживачів на рівні ЄС.

3. Шахрайство: заходи в цій сфері особливо спрямовуються на протидію відмиванню грошей.

4. Розширення: після розширення ЄС було передбачено перехідний період для регулювання в сфері купівлі землі.

5. Боротьба з тероризмом. ЄС планував ввести обмеження на вільний рух капіталу і можливість замороження активів для протидії фінансуванню терористичних атак.

### **6.3. Операції на відкритому ринку**

Операційний механізм Євросистеми включає такі види операцій:

- операції на відкритому ринку;
- постійні механізми;
- вимоги щодо мінімальних резервів.

#### **Типи операцій на відкритому ринку:**

1. Основні операції рефінансування (main refinancing operations) є найбільш розповсюдженими. Вони використовуються для надання ліквідності (тобто кредитування фінансових установ – контрагентів Євросистеми) кожний тиждень. Вони відносяться до операцій на зворотній основі зі строком погашення 1 тиждень. У рамках цих операцій в економіку вливається багато ліквідності, здійснюється вплив на ринкові процентні ставки. Процентна ставка встановлена для цих операцій характеризує позицію монетарної політики (monetary policy stance). Вони здійснюються національними ЦБ на децентралізованій основі в рамках стандартної тендерної процедури.

2. Довгострокові операції рефінансування (longer-term refinancing operations) також є операціями на зворотній основі та використовуються для надання ліквідності. Періодичність надання становить кожний місяць, а строк погашення – 3 місяці. Безпосередньо ці операції не використовуються саме для впливу на ринкові процентні ставки. Вони здійснюються національними ЦБ на децентралізованій основі в рамках стандартної тендерної процедури. У довгострокових операціях рефінансування можуть брати участь всі прийнятні контрагенти.

3. Операції тонкого налаштування (fine-tuning operations) можуть бути використані за необхідності для того, щоб в оперативному порядку вплинути на ситуацію з ліквідністю на ринку та на ринкові процентні ставки. Операції тонкого налаштування можуть використовуватися або для надання ліквідності або для поглинання (абсорбування) ліквідності (тобто одержання на тимчасовій основі грошей від фінансових установ – контрагентів Євросистеми). Ці операції здійснюються у формі операцій на зворотній основі, валютних свопів або строкових депозитів. Зазвичай використовуються процедури швидкого тендеру або двостороння процедура. Оскільки головним є швидкість проведення цих операцій, лише обмежена кількість контрагентів може брати участь у операціях тонкого налаштування.

4. Структурні операції (structural operations) використовуються, коли ЄЦБ хоче відкоригувати структурну позицію Євросистеми відносно решти фінансового сектору. Вони можуть застосовуватися для надання або поглинання ліквідності, приймати форму операцій на зворотній основі, операцій аутрайт або випуску боргових цінних паперів. Операції на зворотній основі та випуск боргових цінних паперів здійснюються за процедурою стандартного тендеру, а операції аутрайт – за двосторонніми процедурами.



Таблиця 6.1.

## Операції Євросистеми в рамках монетарної політики

Види операцій	Надання ліквідності	Поглинання ліквідності	Строк погашення	Частота здійснення	Процедура
Операції на відкритому ринку					
Основні операції рефінансування	операції на зворотній основі	-	1 тиждень	щотижня	стандартні тендери
Довгострокові операції рефінансування	операції на зворотній основі	-	3 місяці	щомісяця	стандартні тендери
Операції тонкого налаштування	операції на зворотній основі, валютні свопи	операції на зворотній основі, валютні свопи, строкові депозити	нестандартний	нерегулярні	швидкі тендери, двосторонні процедури
Структурні операції	операції на зворотній основі	випуск боргових цінних паперів	стандартний / нестандартний	регулярні / нерегулярні	стандартні тендери
	операції аутрайт	операції аутрайт	-	нерегулярні	двосторонні процедури
Постійні механізми					
Маржинальний кредитний механізм	операції на зворотній основі	-	овернайт	доступ на вимогу контрагентів - фінансових установ	
Депозитний механізм	-	депозити	овернайт	доступ на вимогу контрагентів - фінансових установ	

Джерело: Scheller H. The European Central Bank. History, Role and Functions, Second revised edition. – ECB, 2006. – 229 р.

## Інструменти:

1. Операції на зворотній основі (reverse transactions) здійснюються за допомогою прийнятних активів, наданих контрагентами – фінансовими установами. Використовуються дві форми:

- операції РЕПО (repurchase agreements), коли право власності на відповідний актив (зокрема, цінні папери) переходить до кредитора, а гроші одержує позичальник, при цьому існує зобов'язання сторін здійснити зворотню операцію через обумовлений строк;

- кредити під забезпечення (collateralized loans), коли актив, що є забезпеченням кредиту, залишається у власності позичальника.

Різниця між ціною купівлі активу і ціною продажу при операціях РЕПО є еквівалентом процентних платежів при звичайному кредитуванні на відповідний строк.

2. Операції аутрайт (outright purchases) використовуються лише для структурних операцій. Вони передбачають повну передачу прав власності від продавця до покупця без пов'язаної зворотної передачі прав власності. При цьому застосовуються двосторонні процедури. Обмежень на коло можливих контрагентів немає. Для операцій аутрайт використовуються лише ліквідні активи.

3. Боргові сертифікати ЄЦБ (debt certificates of the ECB) можуть випускатися для корегування структурної позиції Євросистеми відносно фінансового сектору. Вони випускаються в рамках стандартних тендерів на умовах дисконту (аналог процентних платежів) і на строк до 12 місяців.

4. Валютні свопи (foreign exchange swaps) для цілей монетарної політики передбачають одночасні операції спот і форвард з євро в обмін на іноземну валюту. Аналогом процентної ставки у цьому випадку є своп-пункти (swap points), що є різницею між валютним курсом по операції спот і валютним курсом по операції форвард.

5. Строкові депозити (fixed-term deposits) відкриваються у національних ЦБ тих країн-членів, де розташовані відповідні контрагенти. Вони використовуються в рамках операцій тонкого налаштування тільки для поглинання зайвої ліквідності. В обмін на депозити національні ЦБ не надають забезпечення. Як прави-

ло використовують швидкі тендери, але можливе застосування і двосторонніх процедур.

#### 6.4. Постійні механізми

Постійні механізми надають або поглинають ліквідність на умовах овернайт (тобто кредити або депозити повертаються наступного дня) і фактично визначають мінімальну і максимальну межі для ринкової процентної ставки на міжбанківському ринку. Постійні механізми забезпечуються національними ЦБ і доступні для контрагентів, коли останнім це потрібно. Проте доступ до постійних механізмів існує лише у дні роботи ТАРГЕТ2 і відповідних систем розрахунків за цінними паперами.

Рішення про процентні ставки за постійними механізмами приймаються Керівною радою ЄЦБ одночасно з рішенням про процентну ставку за основними операціями рефінансування. Ці три види процентних ставок називаються ключовими процентними ставками (key interest rates) ЄЦБ і відображають позицію монетарної політики. Рішення про процентні ставки зазвичай ухвалюються під час першого засідання Керівної ради щомісяця. Вони стають чинними з початком нового періоду зберігання резервів (reserve maintenance period).

**Маржинальний кредитний механізм** (marginal lending facility). За цим механізмом контрагенти можуть одержувати овернайт-кредити від національних ЦБ проти своїх прийнятних активів. Процентна ставка зазвичай є вищою ніж ринкова ставка міжбанківського ринку (зазвичай вона дорівнювала процентній ставці по основним операціям рефінансування і плюс ще 1%). Тому цей механізм є аналогом кредитора останньої інстанції. Фінансові установи вдаються до одержання грошей за маржинальним кредитним механізмом лише у крайньому випадку.

Використовуються операції РЕПО або кредити під забезпечення. Можливі обсяги кредиту необмежені. Для того, щоб одержати кредит контрагент має подати заявку до національного ЦБ країни, де він розташований. Контрагент також може одержати кредит автоматично, якщо після фіналізації контрольних

процедур у кінці дня контрагент має негативний баланс на розрахункових рахунках у ТАРГЕТ2.

**Депозитний механізм** (deposit facility) дозволяє розміщувати контрагентам гроші на овернайт-депозитах у національних ЦБ. Процентна ставка зазвичай є нижчою ніж ринкова ставка міжбанківського ринку (зазвичай вона дорівнювала процентні ставці по основним операціям рефінансування мінус 1%). Контрагенти вдаються до цього механізму лише, якщо вони не можуть використати гроші більш раціональним шляхом, тому і в цьому випадку обсяги операцій невеликі.

Євросистема не надає забезпечення під депозити. Можливий розмір депозиту необмежений. Для того, щоб розмістити гроші на депозит контрагент має подати запит до національного ЦБ країни, де він розташований.

### **6.5. Обов'язкові мінімальні резерви**

ЄЦБ вимагає від кредитних установ розташованих у країнах євросони зберігати мінімальні резерви у національних ЦБ, де вони розташовані. Ця вимога також стосується філій іноземних кредитних установ, якщо ці філії розташовані в євросоні. Проте філії кредитних установ євросони, які розташовані за межами євросони, не підпадають під дію вимог ЄЦБ про мінімальні резерви.

Мінімальні резерви використовуються для стабілізації процентних ставки на міжбанківському ринку, створення структурної нестачі ліквідності, як додатковий інструмент обмеження монетарної експансії.

До уваги беруться середньоденні резерви протягом відповідного періоду зберігання резервів тривалістю близько 1 місяць. ЄЦБ оприлюднює календар періодів зберігання резервів принаймні за 3 місяці до початку нового року.

Зберігання обов'язкових резервів компенсується фінансовим установам на основі середньої процентної ставки по основних операціях рефінансування протягом відповідного періоду зберігання резервів. Зберігання надлишкових резервів не компенсується.

Обсяг резервів, які має зберігати установа визначається добу-тком резервної бази та коефіцієнту резервування. До резервної бази включаються депозити та випущені фінансовою установою боргові цінні папери. Не включаються до резервної бази зобов'язання перед іншими установами, які підпадають під дію вимог Євросистеми щодо обов'язкового резервування, а також перед самою Євросистемою.

Коефіцієнт резервування зазвичай становить 2%. Нульовий коефіцієнт резервування використовується щодо депозитів строком більше 2 років; депозитів, які повертаються при попередньому повідомленні більше ніж за 2 роки, РЕПО і боргових цінних паперів зі строком погашення більше 2 років. Коефіцієнт резервування може бути змінений у будь-який час.

Мінімальні резерви зберігаються на одному або декількох резервних рахунках у національному ЦБ у країні-члені ЄС, де розташована відповідна фінансова установа. Якщо установа має філії у багатьох країнах-членах, то мінімальні резерви мають зберігатися у національних ЦБ кожної відповідної країни-члена, з урахуванням резервної бази у кожній країні-члені. Як резервні рахунки можуть використовуватися розрахункові рахунки у національних ЦБ.

Якщо установа не відповідає вимогам щодо мінімальних резервів, ЄЦБ може застосувати такі санкції:

- платіж, що не більше ніж на 5 процентних пунктів перевищує процентну ставку за маржинальним кредитним механізмом, відповідно до частини резервів, якої не вистачає;
- платіж, що не більше ніж вдвічі перевищує процентну ставку за маржинальним кредитним механізмом, відповідно до частини резервів, якої не вистачає;
- вимога до відповідної установи розмістити депозит, за яким не нараховуються відсотки, у ЄЦБ або національних ЦБ у розмірі, що не перевищує потрібного обсягу частини резервів, якої не вистачає (строк депозиту не може перевищу-

вати строк, протягом якого установа порушувала вимоги щодо мінімальних резервів).

У разі серйозних порушень вимог щодо обов'язкового резервування Євросистема може призупинити участь установи-порушника у операціях на відкритому ринку. Вимоги щодо обов'язкового резервування можуть не застосовуватися щодо установ, у яких проводиться реорганізація, заморожені кошти тощо. Установа також може одержати дозвіл зберігати мінімальні резерви через посередника-резидента тієї ж самої країни, де вона знаходиться.

## **6.6. Контрагенти та прийнятні активи для забезпечення рефінансування**

**Фінансові установи – контрагенти Євросистеми.** Установи, що підпадають під вимог щодо мінімальних резервів, можуть брати участь у постійних механізмах і операціях на відкритому ринку, які проводяться на основі стандартних тендерів. Для участі у операціях тонкого налаштування Євросистема може обрати вузьке коло контрагентів.

Для проведення валютних свопів в рамках монетарної політики контрагентами можуть бути активні учасники на валютному ринку, здатні на проведення валютних операцій у великих обсягах. При цьому контрагентами можуть бути установи в будь-якому міжнародному фінансовому центрі – для того щоб проводити інтервенції у різних географічних місцях. Але все ж більшість контрагентів розташовані у єврозоні.

Призупинення участі у операціях на відкритому ринку є можливою штрафною санкцією для установ, які порушують вимоги щодо мінімальних резервів, тендерні правила або проводять занадто ризиковану політику.

**Прийнятні активи.** Операції Євросистеми в рамках монетарної політики, що надають ліквідність контрагентам, потребують надання контрагентами Євросистемі відповідного забезпечення. ЄЦБ визначає і оприлюднює перелік прийнятних активів, що можуть бути використанні для забезпечення таких кредит-

них операцій Євросистеми. Перелік вказано на сайті ЄЦБ ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)), він оновлюється щоденно.

Для забезпечення відповідності прийнятних активів високим кредитним стандартам використовується Механізм кредитної оцінки Євросистеми (Eurosystem credit assessment framework – ECAF).

Прийнятні активи можуть включати як ліквідні активи (marketable assets – щодо яких існує вторинний ринок, де їх можна легко перепродати) і неліквідні активи (non-marketable assets). Прийнятним активом може бути борговий інструмент, який передбачає:

- фіксовану безумовну номінальну вартість;
- купон (що надає право доходу за борговим інструментом), який не може призвести до негативних грошових потоків для власника боргового інструменту;
- купон на основі нульової, фіксованої або плаваючої процентної ставки (купон також може бути прив'язаний до рейтингу емітента боргового інструменту або до інфляції).

Борговий інструмент повинний мати високий кредитний рейтинг, який може бути визначений за різними джерелами. Високий кредитний рейтинг передбачає принаймні рівень "А" (еквівалент "А-" довгострокового рейтингу Fitch або Standard & Poor's та "А3" у випадку рейтингу Moody's). Але згідно тимчасових змін до правил визначення прийнятності активів у 2008 р., дозволяється і кредитний рейтинг, еквівалентний 'BBB-' (це правило застосовується як до ліквідних, так і до неліквідних активів, крім цінних паперів, забезпечених активами (asset-backed securities – цінних паперів, потік платежів, за якими формується за рахунок потоку платежів від певного базового активу).

Зазвичай борговий інструмент має зберігатися або бути зареєстрованим (випущеним) у Європейській економічній зоні за допомогою ЦБ або центрального депозитарію цінних паперів, який відповідає мінімальним стандартам ЄЦБ. Емітент боргового інструменту має бути розташований у Європейській економічній зоні (European Economic Area) або інших країнах Великої десяти (США, Канада, Японія, Швейцарія). Емітентами також

можуть бути ЄЦБ та національні ЦБ країн-членів, міжнародні організації. Прийнятність активів також передбачає, що їх можна використовувати на транскордонній основі в межах єврозони.

Зазвичай борговий інструмент має бути деномінований у євро. Але можуть бути також винятки. Зокрема, згідно тимчасових змін до правил визначення прийнятності активів у 2008 р. (вони діють принаймні до кінця 2011 р.), прийнятними активами можуть бути боргові інструменти, деноміновані в доларах, ієнах або фунтах стерлінгів, якщо вони випущені та зберігаються у єврозоні, а їх емітент розташований у Європейській економічній зоні.

Лише два види неліквідних активів можуть бути прийнятними активами: кредитні вимоги (credit claims) і боргові цінні папери, забезпечені роздрібною іпотекою (retail mortgage-backed debt instruments). Не відносяться до прийнятних активів невикористані кредитні лінії, овердрафти поточного рахунку та акредитиви. Неліквідні цінні папери не використовуються як забезпечення для операцій аутрайт. У випадку неліквідних активів ЄЦБ не публікує перелік таких прийнятних активів або прийнятних боржників чи гарантів. Прийнятність їх визначається лише в момент здійснення конкретної операції з ними.

Контрагент не може використовувати для забезпечення актив, випущений або гарантований ним самим або іншою установою, з якою цей контрагент має тісний зв'язок. Тісний зв'язок означає, наявність принаймні однієї з таких умов:

- контрагент володіє прямо або через інші установи 20% і більше капіталу емітента/боржника/гаранта;
- емітент/боржник/гарант володіє прямо або через інші установи 20% і більше капіталу контрагента;
- третя особа володіє прямо або через інші установи 20% і більше капіталу контрагента та 20% і більше капіталу емітента/боржника/гаранта.

Існують винятки, коли вказане визначення тісного зв'язку не використовується, наприклад, у випадку тісного зв'язку між контрагентом і державними органами країн Європейської економічної



зони або випадку, коли борговий інструмент гарантується установою державного сектору, що має право збирати податки.

З метою захисту від ризиків при оцінці вартості активів для забезпечення, Євросистема занижує їх вартість на певний відсоток. Також Євросистема може обмежувати обсяги активів для забезпечення щодо окремих емітентів/боржників/гарантів, щоб не залежати занадто сильно від їх фінансового стану. Додаткові обмеження можуть стосуватися окремих контрагентів, якщо фінансовий стан останніх сильно корелює з якістю активів, які надаються цими контрагентами для забезпечення одержаних кредитів від Євросистеми.

Використовуються й інші критерії прийнятності активів.

## **6.7. Тендери та двосторонні процедури**

Тендерна процедура передбачає декілька етапів.

1. Оголошення тендеру.
2. Підготовка і подання заявок від контрагентів.
3. Обробка заявок Євросистемою.
4. Розподіл коштів і оголошення результатів тендеру.
5. сертифікація індивідуальних результатів розподілу коштів.
6. Проведення розрахунків.

У випадку стандартних тендерів сертифікація результатів розподілу коштів відбувається протягом максимум 24 годин після оголошення про тендер. Основні та довгострокові операції рефінансування проводяться відповідно до орієнтовного графіка, опублікованого Євросистемою. Звичайно основні операції рефінансування проводяться кожний вівторок. Довгострокові операції рефінансування звичайно проводяться останньої середи кожного місяця.

Швидкі тендери проводяться переважно протягом 90 хвилин. До них залучається обмежено коло контрагентів. Про проведення швидких тендерів Євросистема зазвичай оголошує напередодні, але за виключних обставин може цього і не робити. Євросистема безпосередньо контактує з потенційними контрагентами

(без публічного оголошення). Результати швидких і стандартних тендерів оголошуються публічно.

Двосторонні процедури передбачають проведення операцій без тендеру: через біржі, агентів або в рамках прямих контактів з контрагентами. Євросистема зазвичай не робить попередні публічні оголошення про такі процедури та може не оголошувати публічно їх результати.

Тендери також можуть проводитися з фіксованою ставкою або змінною. Якщо тендер з фіксованою ставкою, то ця ставка оголошується ЄЦБ перед тендером, а контрагенти в заявках можуть вказувати лише обсяг коштів, з якими вони хочуть провести операцію з Євросистемою. У випадку тендеру зі змінною ставкою, контрагенти вказують у заявках як обсяг операції, так і процентну ставку, за якою вони готові провести операцію. Аналогічною є класифікація тендерів для валютних свопів. При тендері з фіксованою ставкою, ЄЦБ фіксує своп-пункти при оголошенні тендеру, а контрагенти у в заявках можуть вказувати лише бажаний для них обсяг операції. При тендері зі змінною ставкою, контрагенти вказують у заявках як обсяг операції відповідній валюті, так і своп-пункти, за якими вони готові провести операцію.

При тендерах зі змінною ставкою, контрагенти вказувати у заявках до десяти різних процентних ставок / цін / своп-пунктів. За кожною з них вони вказують бажаний для них обсяг операції. Наприклад, одержання рефінансування на 20 млн євро при процентній ставці 1%, 18 млн євро при процентній ставці 1,1%, 15 млн євро при процентній ставці 1,25% тощо. Процентні ставки мають бути кратними 0,01 процентного пункта.

Для основних операцій рефінансування, операцій тонкого налаштування і структурних операцій обсяг операції, вказаний у заявці, має бути не менш ніж на 1 млн євро і кратним 100 тис. євро. Для довгострокових операцій рефінансування мінімальний обсяг у заявці залежить від рішення конкретного національного ЦБ (але цей мінімум має бути в межах 10 тис. євро – 1 млн євро), обсяг операції також має бути кратним 10 тис. євро.

ЄЦБ також може обмежити максимальний обсяг операції у заявці. У випадку тендеру з фіксованою ставкою, якщо обсяг операцій у заявках всіх контрагентів перевищує обсяг коштів,

який хоче розподілити ЄЦБ, останній розподіляє кошти серед контрагентів пропорційно заявкам. Наприклад, банки хочуть одержати рефінансування у таких обсягах:

- банк А – 40 млн євро;
- банк Б – 70 млн євро;
- банк В – 90 млн євро.

ЄЦБ вирішує надати рефінансування в обсязі 100 млн євро, що становить 50 % від обсягу заявок. Тоді розподіл коштів для рефінансування банків буде таким:

- банк А одержить 20 млн євро;
- банк Б одержить 35 млн євро;
- банк В одержить 45 млн євро.

У випадку тендерів зі змінною ставкою правила інші. Якщо передбачена операція надання ліквідності, процентні ставки у заявках контрагентів розміщуються у спадному порядку. Заявки з найвищою процентною ставкою задовольняються першими, далі задовольняються заявки з другою найвищою ставкою, далі з третьою найвищою ставкою тощо. Якщо обсяг коштів, який хоче надати ЄЦБ вичерпано, інші заявки (з меншими процентними ставками) не задовольняються.

Наведемо приклад розподілу у випадку тендеру зі змінною процентною ставкою при наданні ліквідності контрагентам. Припустимо банки подають заявки на рефінансування у таких обсягах:

*Таблиця 6.2.*

**Обсяги операцій рефінансування у заявках банків, млн євро**

Процентна ставка у заявці	Банк А	Банк Б	Банк В	Разом заявок	Кумулятивні заявки
3,0%		15	10	25	25
2,8%	5	20	20	45	70
2,4%	10	30	20	60	130
2,2%	15	30		45	175
2,0%	20	30		50	225
Разом	50	125	50	225	

ЄЦБ вирішує надати рефінансування в обсязі 100 млн євро. Як бачимо з таблиці 7.1, це вимагатиме застосування процентної ставки на рівні 2,4%. Всі заявки за ставкою більше 2,4% задовольняються кумулятивним обсягом 70 млн євро. Решта 30 млн євро мають бути розподілені пропорційно заявленим обсягам при процентній ставці 2,4%, тобто:

- банк А одержить ще  $10 \times (100-70) / 60 = 5$  млн євро;
  - банк Б одержить ще  $30 \times (100-70) / 60 = 15$  млн євро;
  - банк В одержить ще  $20 \times (100-70) / 60 = 10$  млн євро.
- Разом банки одержать рефінансування в таких обсягах:
- банк А одержить  $5+5=10$  млн євро;
  - банк Б одержить  $15+20+15=50$  млн євро;
  - банк В одержить  $10+20+10=40$  млн євро.

Якщо передбачена операція поглинання ліквідності (наприклад, випуск Євросистемою боргових сертифікатів або одержання коштів на депозит), процентні ставки у заявках контрагентів розміщуються у зростаючому порядку (а запропоновані ціни на боргові цінні папери у спадному порядку). Заявки з найнижчими процентними ставками (або найвищими цінами на боргові цінні папери) задовольняються першими.

У випадку тендерів для проведення операцій з надання ліквідності в рамках валютних свопів, заявки розміщуються у зростаючому порядку заявлених своп-пунктів. Заявки з найнижчими своп-пунктами задовольняються першими. У випадку тендерів для проведення операцій з поглинання ліквідності в рамках валютних свопів, заявки розміщуються у спадному порядку заявлених своп-пунктів. Заявки з найвищими своп-пунктами задовольняються першими.

Для тендерів зі змінною процентною ставкою використовуються або процедури аукціонів з єдиною або множинною ставкою. При аукціоні з єдиною ставкою (голландський аукціон) гранична процентна ставка / ціна / своп-пункт (тобто за якої вичерпується обсяг коштів, які готова розмістити Євросистема) застосовується до всіх заявок. При аукціоні з множинною ставкою (американський аукціон) до кожної заявки застосовується процентна ставка / ціна / своп-пункт, вказана у самій заявці. У нашому останньому прикладі є, зокрема, заявка банку Б щодо

одержання 15 млн євро, за якою він готовий платити Євросистемі 3% річних. Якщо застосовується голландський аукціон, платою за користування цими 15 млн євро буде процентна ставка 2,4% (відповідно, по інших задоволених заявках цього банку також 2,4%). Якщо застосовується американський аукціон, платою за користування цими 15 млн євро буде процентна ставка 3,0% (відповідно, по задоволеній заявці на 20 млн євро – 2,8%, по частково задоволеній заявці на 30 млн євро, з яких банк одержує 15 млн євро, – 2,4%).

Оголошення про тендер зазвичай містить таку інформацію:

- довідковий номер тендерної операції;
- дата тендерної операції;
- тип операції (надання або поглинання ліквідності, тип інструменту монетарної політики);
- строк операції;
- тип аукціону (тендер з фіксованою або змінною ставкою);
- метод розподілу (голландський або американський аукціон);
- передбачений обсяг операції;
- фіксована процентна ставка / ціна / своп-пункти (якщо тендер з фіксованою процентною ставкою);
- мінімальна/максимальна процентна ставка / ціна / своп-пункти (якщо тендер зі змінною процентною ставкою);
- початкова і кінцева дата операції/інструменту;
- валюти операції (у випадку валютних свопів);
- довідковий валютний курс спот для розрахунку заявок (у випадку валютних свопів);
- максимальний ліміт заявки;
- мінімальний індивідуальний обсяг коштів, що надається;
- мінімальний коефіцієнт розподілу;
- графік подачі заявок;
- номінал сертифікатів (у випадку випуску боргових сертифікатів);
- код випуску ISIN (у випадку випуску боргових сертифікатів).

Заявки можна відкликати до встановленого кінцевого моменту для подачі заявок. Євросистема анулює заявки, якщо в них вказані більші за максимальний встановлений рівень або менший за мінімальний рівень обсяг операції або процентна ставка / ціна / своп-пункт. Про це відповідний національний ЦБ інформує контрагента, який подав неправильну заявку.

Оголошення про результати тендеру зазвичай містить таку інформацію:

- довідковий номер тендерної операції;
- дата тендерної операції;
- тип операції;
- строк операції;
- загальний обсяг операції у заявках;
- кількість заявників;
- валюти операції (у випадку валютних свопів);
- загальний обсяг розміщених коштів;
- коефіцієнт розміщення – відношення обсягу розміщених коштів до заявленого обсягу (якщо тендер з фіксованою процентною ставкою);
  - валютний курс спот (у випадку валютних свопів);
  - гранична процентна ставка / ціна / своп-пункт і коефіцієнт розміщення за граничною процентною ставкою / ціною / своп-пунктом (якщо тендер зі змінною процентною ставкою);
  - мінімальна і максимальна заявлена ставка, середньозважений коефіцієнт розміщення (у випадку аукціону з множинною ставкою);
  - початкова і кінцева дата операції/інструменту;
  - мінімальний індивідуальний обсяг коштів, що надається;
  - мінімальний коефіцієнт розподілу;
  - номінал сертифікатів (у випадку випуску боргових сертифікатів);
  - код випуску ISIN (у випадку випуску боргових сертифікатів).

## 6.8. Розрахункові процедури

Переказ грошей за операцією в рамках монетарної політики відбувається лише після передачі відповідних активів, які використовуються для забезпечення цієї операції (ненадання цих активів може призвести до штрафних санкцій). Розрахунки за операціями на відкритому ринку, що проводяться за допомогою стандартних тендерів, переважно проводяться у наступний день після дня торгів, коли працює TARGET2 та відповідні системи розрахунків за цінними паперами. Розрахунки за операціями на відкритому ринку, що проводяться за допомогою швидких тендерів або двосторонніх процедур, переважно проводяться у день торгів. Але якщо це стосується валютних свопів, то розрахунки проводяться або у той самий день, або протягом наступних двох днів.

Як правило TARGET2 закінчує роботу о 18:00 за середньоєвропейським часом. Після цього платіжні доручення не приймаються, але раніше подані продовжують оброблятися. Заявки на участь у маржинальному кредитному механізмі та депозитному механізмі можуть подаватися не пізніше ніж за 15 хвилин після моменту закінчення роботи TARGET2. В останній робочий день Євросистеми в рамках періоду зберігання резервів надається ще 15 хвилин для подачі таких заявок.

Контрагенти можуть використовувати прийнятні активи на транскордонній основі, тобто одержувати кошти від національного ЦБ країни, де розташовані ці контрагенти, проти активів, розташованих в іншій країні єврозони. Для цього Євросистемою був розроблений спеціальний механізм – модель ЦБ-кореспондентів (CCBM – correspondent central banking model). В її рамках національні ЦБ діють як кореспонденти один для одного (і ЄЦБ) щодо активів, прийнятих у їх місцевих депозитаріях або розрахункових системах.

Контрагент, розташований у країні А, хоче одержати рефінансування від національного центрального банку країни А. Прийнятні активи у власності контрагента зберігаються у країні Б.



**Рис. 6.1. Модель центральних банків-кореспондентів.**

Джерело: Guideline of the European Central Bank of 31 August 2000 on monetary policy instruments and procedures of the Eurosystem. ECB/2000/7. – 102 p.



Точна процедура в рамках ССВМ залежить від того чи прийнятні активи зарезервовані для кожної індивідуальної операції чи вони зберігаються у пулі активів для забезпечення.

1. За першої системи (системи резервування) як тільки заявка контрагента на рефінансування прийнята відповідним національним ЦБ, контрагент надає інструкції системі розрахунків за цінними паперами в країні, де ці цінні папери зберігаються. Інструкції можуть передаватися через зберігача цінних паперів. Інструкції передбачають наказ передати відповідні активи ЦБ країни, де розташовані активи, на рахунок ЦБ країни, де знаходиться контрагент. ЦБ країни, де знаходиться контрагент, перераховує кошти контрагенту, як тільки одержує повідомлення від іншого ЦБ, що той одержав відповідні активи.

2. За другої системи (пулінгової системи) контрагенти відкривають рахунки в рамках пулу для зберігання активів, що використовуватимуться як застава підчас операцій з одержання контрагентами кредиту від ЦБ. Таким чином, активи не використовуються як застава лише для індивідуальних операцій. На таких рахунках зазвичай зберігається більше активів, ніж потрібно для застави в певний момент часу. ЦБ країни, де знаходиться контрагент, перераховує кошти контрагенту, як тільки одержує повідомлення від іншого ЦБ, що той одержав відповідні активи. При цьому ЦБ країни, де знаходиться контрагент, додає ці активи до об'єднаного рахунку (pool account).

Контрагенти мають доступ до ССВМ з 9:00 до 4:00 за середньоевропейським часом кожного робочого дня Євросистеми. За виняткових обставин або з міркувань проведення монетарної політики ЄЦБ може продовжити робочий час ССВМ до моменту закінчення роботи TARGET2.

Окрім ССВМ як альтернативний спосіб транскордонного використання активів можуть використовуватися зв'язки між системами розрахунків за цінними паперами. Ці зв'язки дозволяють учаснику однієї системи розрахунків за цінними паперами тримати цінні папери у іншій системі без того щоб бути учасником останньої.

У процесі формування перебуває більш гармонізована ССВМ2 (паралельно з формуванням T2S).

---

## Питання по темі

1. Які етапи реалізації валютно-курсової політики?
2. Охарактеризуйте особливості валютних інтервенцій Євросистеми.
3. Який механізм кредитування країн-членів ЄС за межами єврозони з міркувань валютно-курсової політики та вирішення проблеми платіжного дисбалансу?
4. Які особливості управління валютними резервами Євросистеми?
5. Порівняйте роль та специфіку різних видів операцій при проведенні монетарної політики Євросистеми за впливом на ліквідність, типом інструментів, строком, періодичністю здійснення, особливістю процедур.
6. Які інструменти використовуються для монетарної політики Євросистеми?
7. Поясніть специфіку використання маржинального кредитного і депозитного механізмів.
8. Якою є резервна база і коефіцієнт резервування для кредитних установ єврозони?
9. Які установи та в якій формі можуть зберігати обов'язкові резерви?
10. Які санкції передбачені за недотримання вимог щодо обов'язкового резервування?
11. Порівняйте засоби монетарної політики Євросистеми та ЦБ інших країн.
12. Які установи можуть бути контрагентами Євросистеми?
13. Якими є критерії прийнятності для активів, що можуть бути використані як забезпечення для операцій рефінансування?
14. Як фінансова криза вплинула на критерії прийнятності для таких активів?

15. Чи можуть для забезпечення рефінансування Євросистемою бути використані такі види активів: неліквідні, деноміновані не в євро, емітовані за межами євросони? В яких випадках?

16. Які етапи передбачає тендерна процедура в рамках проведення монетарної політики?

17. Поясніть відмінності між стандартними тендерами, швидкими тендерами та двосторонніми процедурами.

18. Поясніть відмінності між тендерами з фіксованою ставкою і змінною ставкою.

19. Припустимо ЄЦБ хоче надати ліквідність в обсязі 1 млрд євро в рамках тендера з фіксованою ставкою. Комерційні банки подали заявки на одержання таких сум: банк А – 300 млн євро, банк Б – 600 млн євро, банк В – 800 млн євро. В яких обсягах одержать рефінансування комерційні банки?

20. Припустимо ЄЦБ хоче надати ліквідність в обсязі 200 млн євро в рамках тендера зі змінною ставкою. В яких обсягах одержать рефінансування комерційні банки та якою буде гранична процентна ставка, якщо комерційні банки подали такі заявки:

Процентна ставка у заявці	Банк А	Банк Б	Банк В	Банк Г
2,0%	5			20
1,8%	10		5	30
1,6%	25		15	50
1,4%	20	20	20	30
1,2%	10	30	30	40
1,0%	10	60	10	30
Разом	80	110	80	200

21. У чому різниця між процедурами голландського і американського аукціонів при проведенні тендерів зі змінною ставкою?

22. У який період здійснюються розрахунки за операціями в рамках монетарної політики?

23. Поясніть механізм дії ССВМ (моделі центральних банків – кореспондентів).

24. У чому відмінність між пулінговою системою і системою резервування в рамках ССВМ?

25. У яких випадках можуть бути використані обмеження на рух капіталу в ЄС?

26. Знайдіть останні приклади застосування операцій у рамках проведення монетарної політики Євросистеми. Порівняйте їх за обсягами та видами операцій з операціями, які проводилися в цей же час ФРС США або ЦБ будь-якої іншої країни світу.

# ГЛАВА 7. ТРАНСМІСІЙНИЙ МЕХАНІЗМ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ ТА ВЗАЄМОДІЯ ЕКОНОМІЧНИХ ПРОЦЕСІВ

## 7.1. Аналітичне підґрунтя монетарної політики

**Аналітична складова стратегії ЄЦБ.** У процесі реалізації монетарної політики стратегія ЄЦБ базується на таких засадах:

- чітка фіксація інфляційних очікувань;
- урахування лагів впливу монетарної політики;
- фокусування на середньостроковій перспективі (тому дозволяються короткострокові коливання інфляції);
- використання всієї наявної інформації та різних підходів і моделей для розуміння дії факторів економічних процесів.

ЄЦБ аналізує ризики для цінової стабільності за допомогою так званих "двох стовпів": економічного аналізу і монетарного аналізу.

**Економічний аналіз** ураховує економічні та фінансові тенденції та розглядає співвідношення між попитом і пропозицією на ринках товарів, послуг і факторів виробництва. Економічний аналіз стосується коротко- і середньострокових факторів цінової динаміки:

- динаміка виробництва;
- умови загального попиту і ринку праці;
- показники цін і витрат;
- фіскальна політика;
- динаміка валютного курсу і платіжного балансу;
- ціни на активи та дохідність фінансових інструментів.

Економічний аналіз також розглядає вплив різних шоків для економіки євросони на динаміку цін. Для економічного аналізу використовується ряд аналітичних і емпіричних моделей. Важливі для проведення монетарної політики економічні тенденції відображені у Місячному бюлетені (Monthly Bulletin) ЄЦБ. Додатковими публікаціями в цій сфері є Огляд банківського креди-

тування (Bank lending survey) та Огляд професійних прогнозистів (Survey of professional forecasters).

**Монетарний аналіз** розглядає динаміку кількості грошей та їх компонентів з точки зору їх довгострокового впливу на ціни. З цією метою також використовуються різноманітні економетричні моделі, розроблені в державних установах.

Ключовим показником, який розглядається у монетарному аналізі є індикативний рівень зростання грошової маси ЄЦБ (ECB reference value for monetary growth) – бажаний орієнтир зростання грошової маси (враховується саме агрегат М3). У грудні 1998 р. він був встановлений Керівною радою Європейського центрального банку на рівні 4,5%. Суттєві або тривалі відхилення зростання грошової маси від індикативного рівня вважаються такими, що створюють ризики для цінової стабільності в середньостроковому періоді. Але такі відхилення не призводять до автоматичної зміни Євросистемою процентних ставок або інших заходів монетарної політики.

**Монетарні агрегати.** Монетарні агрегати включають зобов'язання сектору, що емітує гроші, – монетарних фінансових установ (перш за все, банків) – перед сектором, що не емітує гроші – іншими резидентами євросони (крім центрального уряду). Хоча сектор центрального уряду в цілому не включається до сектору, що емітує гроші, деякі зобов'язання центрального уряду монетарного характеру (наприклад, депозити домогосподарств у поштових організаціях) включаються до монетарних агрегатів через їх високу ліквідність.

Агрегат М1 включає банкноти, монети та депозити строком максимум овернайт.

Агрегат М2 включає М1 плюс депозити строком до 2 років або ті, які повертаються при попередньому повідомленні за 3 місяці.

Агрегат М3 включає М2 плюс деякі ринкові інструменти монетарних фінансових установ, зокрема, угоди РЕПО, акції фондів грошового ринку, боргові цінні папери зі строком до 2 років. Через високу ліквідність ці інструменти є близькими еквівалентами депозитів.

Станом на кінець 2008 р. агрегат МЗ мав такий склад: 34% – овернайт-депозити, 26% – депозити строком до 2 років, 17% – депозити, які повертаються при попередньому повідомленні за 3 місяці, 8% – готівкові кошти в обігу, 8% – акції фондів грошового ринку, 4% – угоди РЕПО, 3% – боргові цінні папери зі строком до 2 років.

## 7.2. Трансмісійний механізм монетарної політики у теорії

Трансмісійний механізм монетарної політики є сукупністю зв'язків між явищами, завдяки яким рішення в рамках монетарної політики впливають на економіку в цілому, та динаміку цін зокрема. В рамках цього механізму існують різні лаги впливу, тривалість яких не завжди визначена. Через це не так просто визначити точний ефект від дій у рамках монетарної політики.

ЦБ кредитує комерційні банки та отримує за це процентні платежі. Зміни у процентних ставках рефінансування ЦБ прямо впливають на короткострокові процентні ставки міжбанківського ринку, а непрямо – на кредитні та депозитні ставки комерційних банків. Очікування змін процентних ставок рефінансування ЦБ впливає на середньо- і довгострокові процентні ставки на ринку.

Якщо ЦБ проводить зважену монетарну політику суб'єкти господарювання не будуть піднімати ціни в очікуванні інфляції або знижувати ціни в очікуванні дефляції.

Фінансові умови в економіці та ринкові очікування, на які впливає монетарна політика, в свою чергу, впливають на ціни активів (наприклад, ціни акцій) і валютний курс.

Динаміка процентних ставок впливає на споживання та інвестиції домогосподарств і фірм. Високі процентні ставки дестимулюють позики для фінансування інвестицій або споживання.



**Рис. 7.1. Трансмісійний механізм монетарної політики**

Джерело: The Monetary Policy of the ECB. – ECB, 2004. – 126 p.



Споживання та інвестиції також залежать від динаміки цін на активи завдяки ефекту багатства і ефекту вартості заставного майна. Щодо ефекту багатства, наприклад, якщо ціни на акції зростають, власники акцій стають багатшими та можуть збільшити споживання. І навпаки, якщо ціни на акції падають, їх власники будуть скорочувати споживання. Щодо ефекту вартості заставного майна, високі ціни на активи передбачають, що їх власник може одержати більший розмір кредиту під заставу цих активів. А цей кредит також може бути використаний для фінансування споживання або інвестицій.

У той же час, високі процентні ставки збільшують ризик неповернення кредитів фінансово слабкими позичальниками. З урахуванням цього ризику банки можуть обмежити обсяги кредитування, так само як більше потенційних позичальників можуть відмовитися від одержання кредитів.

Зміни у споживанні та інвестиціях впливають на співвідношення пропозиції та попиту на товари та послуги всередині країни. Зростання попиту за стабільної пропозиції підвищує ціни, і навпаки. Зміни у попиті на кінцеві товари та послуги також впливають на попит на працю і проміжні товари.

Зміни валютного курсу впливають на інфляцію таким чином.

1. Вони прямо впливають на імпорتنі ціни. У разі подорожчання національної валюти імпорتنі ціни можуть знизитися, тим самим знизивши загальний рівень споживчих цін (у разі знецінення національної валюти – ефект протилежний).

2. Якщо імпорتنі товари використовуються як компоненти у виробництві в країні, нижчі імпорتنі ціни також стимулюють зниження цін на кінцеві товари вітчизняного виробництва.

3. Подорожчання національної валюти знижує конкурентоспроможність вітчизняних товарів на зовнішніх ринках відносно їх конкурентоспроможності на внутрішньому ринку країни. Виробники більше продають на внутрішньому ринку, що також сприяє зниженню цін.

Конкретна величина впливу залежить від ступеню відкритості економіки країни / групи країн, що розглядаються. Вплив змін імпорتنих цін на сукупний рівень цін у країні часто не є таким великим. Для цього є ряд пояснень:

- важливість витрат на доставку товарів (транспортні послуги, націнка при оптовому та роздрібному продажі);
- можливість заміщення попиту споживачів (наприклад, якщо дорожчають імпортні якісні товари, споживачі можуть переключитися на купівлю вітчизняних менш якісних, але дешевших товарів);
- реакція ЦБ (наприклад, якщо внаслідок знецінення національної валюти зростають внутрішні ціни, це може підштовхнути ЦБ підняти процентні ставки, обмежуючи тим самим попит).

### 7.3. Емпіричні дослідження трансмісійного механізму

**Процентні ставки, реальний ВВП і ціни.** У таблиці 7.1 показані результати оцінки впливу зміни короткострокових процентних ставок на економічне зростання і ціни на основі трьох економетричних моделей, розроблених для еврозони. Оцінюється вплив збільшення процентної ставки рефінансування ЦБ на 1 процентний пункт, яка потім тримається на такому підвищеному рівні протягом 2 років.

*Таблиця 7.1.*

**Вплив зміни процентної ставки ЦБ на реальний ВВП і ціни, %.**

	Реальний ВВП				Споживчі ціни			
	Рік 1	Рік 2	Рік 3	Рік 4	Рік 1	Рік 2	Рік 3	Рік 4
Модель 1	-0.34	-0.71	-0.71	-0.63	-0.15	-0.30	-0.38	-0.49
Модель 2	-0.22	-0.38	-0.31	-0.14	-0.09	-0.21	-0.31	-0.40
Модель 3	-0.34	-0.47	-0.37	-0.28	-0.06	-0.10	-0.19	-0.31

Джерело: The Monetary Policy of the ECB. – ECB, 2004. – 126 p.

Результатом є тимчасове зниження виробництва (пік зниження досягається через 2 роки після зростання процентної ставки) і його відновлення після цього. А в цей час ціни поступово досягають перманентно нижчого рівня. Тобто загальним висновком є те, що монетарна політика є нейтральною у довгостроковому періоді. Величина і лаг впливу можуть відрізнятись, залежно від конкретної моделі. Крім того, чим більше подорожчання євро відносно інших валют, тим швидше і більше знижується інфляція.

**Функція попиту на гроші.** Для емпіричних досліджень часто використовується така специфікація довгострокової залежності попиту на гроші від факторів:

$$m-p = \delta_0 + \delta_1 y + \delta_2 w + \delta_3 R + \delta_4 r + \delta_5 \pi$$

де  $m$  – номінальний обсяг грошей;

$p$  – рівень цін;

$y$  – реальний дохід (як приблизний еквівалент обсягу трансакцій в економіці);

$w$  – реальне багатство (більш конкретно, реальні ціни на акції та реальні ціни на нерухомість);

$R$  – довгострокова процентна ставка;

$r$  – короткострокова процентна ставка (останні два показники показують альтернативні витрати на зберігання грошей);

$\pi$  – річна інфляція;

$\delta$  – параметри при змінних, що обраховуються емпіричним шляхом.

Змінні, крім параметрів  $\delta$ , враховуються у логарифмічній формі. Рівняння також буде приблизно вірним, якщо всі змінні, крім параметрів  $\delta$ , будуть виражені як прирости у відсотках від абсолютних значень цих змінних.

Згідно сталих теоретичних поглядів, параметр при реальному доході має бути позитивним (більший дохід створює більший попит на гроші). Параметр при реальному багатстві може мати різний знак. Через проблему мультиколінеарності іноді важко відрізнити вплив реального доходу від впливу реального багатства. Вирішенням цієї проблеми є присвоєння параметру при реальному доході значення одиниці (тобто  $\delta_1 = 1$ ). Є дослідження

які підтверджують справедливість цієї тези у довгостроковому періоді.

Якщо альтернативні витрати в моделі стосуються доходності альтернативних грошам фінансових інструментів, то знак параметрів при процентних ставках має бути негативним. Якщо альтернативні витрати розуміються як процентні ставки від зберігання самих грошей їх власником, то знак параметрів при процентних ставках має бути позитивним. Оскільки інфляція є витратами від зберігання грошей порівняно зі зберіганням реальних активів, знак параметру при інфляції має бути негативним.

Швидкість обігу грошей (яка визначається ефектами реального багатства, процентних ставок та інфляції) є відносно стабільною у єврозоні. Хоча єдиної точки зору у дослідників з цього приводу немає.

**Канал банківського кредитування.** Розглядаючи країни єврозони або ЄС у цілому, дослідження вказують на схожість поведінки банківських установ і важливість банківської ліквідності як фактору, що визначає ефект від зміни процентних ставок для обсягів кредитування. У той же час незначущими факторами є величина або капіталізація банків. Відношення закордонних активів до іноземних зобов'язань стримує зростання банківського кредитування. Відносно позитивний вплив на банківське кредитування з боку відношення обсягів облігацій та інструментів грошового ринку до ВВП свідчить про те, що банки домінують у фінансово-кредитній системі ЄС.

**Вплив змін валютного курсу на імпортні ціни.** Цей вплив у країнах ЕМС є високим, але у короткостроковому періоді неповним. Він дещо різниться по країнах і галузях. Довгострокова еластичність зміни імпортних цін по зміні валютного курсу є високою, хоча все ж меншою ніж одиниця (виняток становлять традиційно інфляційні економіки країн і сировинні товари). 60% впливу вже відчувається через квартал після зміни валютного курсу, 80% – через рік.

З теоретичної точки зору утворення ЕМС мало зменшити вплив змін валютного курсу на імпорти ціни. Для цього є декілька пояснень:

- деякі країни-члени відчули ефект від більшої стабілізації макроекономічного середовища;
- гіпотетичне зростання частки міжнародної торгівлі всередині єврозони за рахунок торгівлі з іншими країнами;
- зміни у конкурентній структурі на ринках торгових товарів;
- збільшення частки імпорту, деномінованого в єдиній валюті євро порівняно з попередніми національними валютами.

Емпіричні дослідження показують, що з утворенням ЕМС така еластичність у двох третинах країн зменшилася, але результати щодо зменшення не є статистично значущими.

#### **7.4. Взаємодія монетарної, фіскальної та зарплатної політики**

Фіскальна політика має передбачати дію автоматичних стабілізаторів для протидії циклічним коливанням економіки, а також цільове використання державних інвестицій в інфраструктуру та людський капітал для стабілізації ефективного попиту у довгостроковій перспективі. Додаткові державні інвестиції часто фінансуються за допомогою запозичень.

Загрози через запозичення не виникає для стабільності державних фінансів доки економічне зростання сприяє надходженням до бюджету, а процентні ставки за державним боргом залишаються низькими внаслідок політики низьких процентних ставок з боку ЦБ. Але надмірні витрати з державного бюджету можуть сприяти інфляції. Реакцією ЦБ буде збільшення процентних ставок. Це підвищує вартість обслуговування державного боргу і створює ризики надмірного зростання державного боргу.

Окрім монетарної та фіскальної політики, ще одним фактором цінової стабільності є зарплатна політика. Головним її принципом має бути відповідність у довгостроковій перспективі темпів зростання номінальної зарплати темпам зростання про-

дуктивності праці. У цьому разі зростання попиту в цілому відповідатиме зростанню виробництва.

Зважена фіскальна і зарплатна політика полегшує виконання монетарної політики. Інституційною основою для координації для цих напрямів політики є Широкі орієнтири для економічної політики та Макроекономічний діалог.

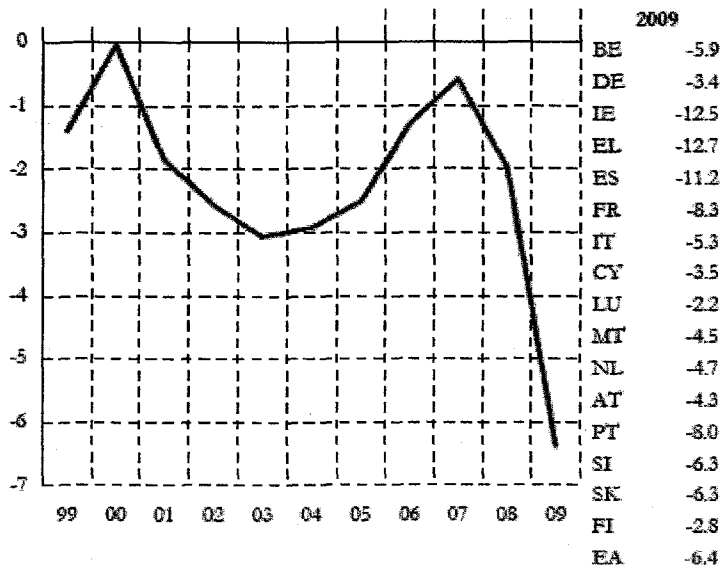
## **7.5. Проблема дефіциту державного бюджету**

Певною гарантією від ризикованої фіскальної політики є вимоги визначені в Маастрихтській угоді та Пакті стабільності та зростання. Нагадаємо, дефіцит державного бюджету має не перевищувати 3 % ВВП, а державний борг – бути не більше 60 % ВВП. Більше того в середньостроковій перспективі бюджет має бути збалансованим або навіть перебувати у профіциті. Мотивацією для цього є старіння населення і низька народжуваність, яке само по собі не буде сприяти збалансованості державного бюджету у довгостроковій перспективі.

У рамках превентивної складової Пакту країни-члени мають подавати річні стабілізаційні програми, що свідчать про наміри здійснювати зважену фіскальну політику у середньостроковій перспективі. Корегуюча складова Пакту передбачає застосування процедури надмірного дефіциту (*excessive deficit procedure*) у разі порушення нормативу дефіциту державного бюджету країни (максимум 3% ВВП). Якщо дефіцит визнається надмірним, Рада ЄС дає рекомендації відповідній країні-члену і визначає кінцевий термін для повернення до нормативних значень. Невиконання цих вимог може призвести до накладання санкцій, які ще більше порушать рівновагу державного бюджету.

Фіскальна політика у 1990-х рр. у країнах ЕМС, зважаючи на намагання слідувати критеріям конвергенції, була більш рестрикційною ніж у 1980-х рр. Балансування бюджету часто було за рахунок державних інвестицій, що обмежує економічне зростання в довгостроковій перспективі (в США динаміка державних інвестицій була кращою).

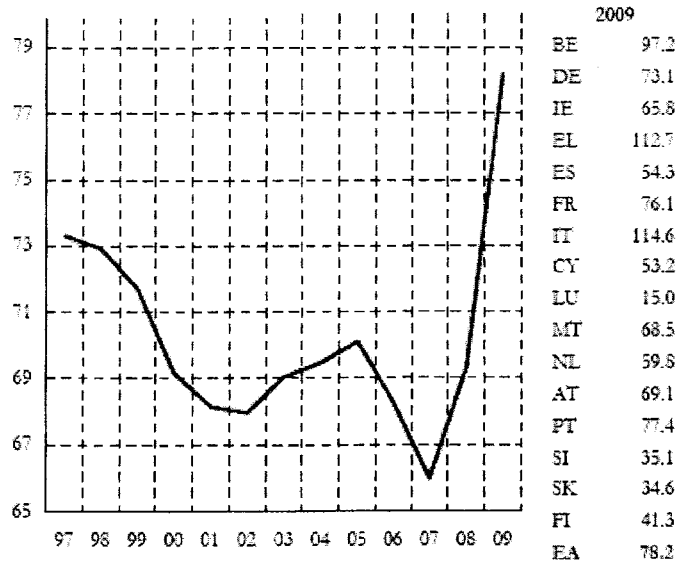
**% ВВП**



**Рис. 7.2. Баланс бюджету загального уряду в євросоні**

Джерело: Key indicators for the Euro Area. 14-Jan-10.– DG ECFIN Research Directorate, 2010. – 14 p.

**% ВВП**



**Рис. 7.3. Борг загального уряду в єврозоні**

Джерело: Key indicators for the Euro Area. 14-Jan-10.– DG ECFIN Research Directorate, 2010. – 14 p.



Протягом перших 3 років існування ЕМС фінансова політика країн-членів була помірно експансійною. У 1999-2000 рр. це мало проциклічний ефект, а з 2001-2002 рр. – антициклічний. З 2003 р. відбулося повернення до рестрикційної фінансової політики внаслідок виконання вимог Пакту стабільності та зростання. З початку 1990-х рр. у США та Великобританії фінансова політика була більш антициклічною.

У цілому вимоги Пакту були дещо послаблені. Він не став тим інструментом, який би стримував зростання дефіциту державного бюджету. Критерії стабільності державних фінансів часто не виконувалися. Так у 2004 р. 6 країн єврозони мали надмірний дефіцит державного бюджету. В ряді країн це порушення тривало 3-4 роки без застосування до них санкцій. Ситуація покращилася суттєво до кінця 2007 р. У червні-липні 2008 р. Рада ЄС припинила дію процедури надмірного дефіциту для Чеської Республіки, Італії, Португалії, Словаччини та Польщі. Завдяки цьому Словаччина змогла увійти до єврозони у 2009 р. По відношенню до Греції, змін у процедурі не відбулося.

Але погіршення економічної ситуації та зменшення податкових надходжень в умовах кризи призвело до відновлення надмірних бюджетних дефіцитів. Наприклад, у липні 2008 р. була запущена процедура надмірного дефіциту для Великобританії (має досягнути нормативного рівня 3 % ВВП до 2009/2010 фінансового року). За попередніми оцінками у 2010 р. очікується, що в 9 країнах дефіцит державного бюджету перевищить 3 %.

## **7.6. Фінансові аспекти вирішення проблеми асиметричності**

Проблема взаємодії монетарної та фінансової політики також лежить у площині асиметричного впливу монетарної політики або зовнішніх шоків на різні країни. Цей асиметричний вплив можна було б компенсувати за допомогою трансфертів з бюджету ЄС. Але обмежені ресурси бюджету ЄС недостатні для того, щоб компенсувати розбіжності між країнами, тому існують заклики на користь більшої координації фінансової політики між країнами та координації фінансової політики з монетарною. Бю-

джет ЄС становить лише близько 1,2% ВВП, до того ж значна частина з нього спрямовується на розвиток сільського господарства. Навіть у випадку синхронної рецесії у єврозоні децентралізована фіскальна система в ЄС не сприяє проведенню скоординованої антициклічної політики. Навіть якщо б компенсаційний механізм для постраждалих країн був би сформований, виникла б інша проблема – проблема морального ризику (коли суб'єкт проводить ризиковану політику, сподіваючись на порятунок у разі негативного перебігу подій).

Асиметричність впливу шоків, зокрема, полягає й у тому, що незважаючи на єдину валюту, інвестори по різному відносяться до надійності боргових цінних паперів держав єврозони. В результаті дохідність цих паперів по країнах відрізняється. Дисперсія дохідності ще збільшилася завдяки світовій фінансовій кризі. Наприклад, Греція, Іспанія та Ірландія змушені платити більшу премію за ризик внаслідок впливу кризи на ринку нерухомості. Австрія – внаслідок залежності від ринків капіталу у Східній Європі.

Як рецент вирішення цієї проблеми обговорюється ідея європейських облігацій. Такі облігації дозволили б фінансувати країни з надмірним бюджетним дефіцитом без сплати премії за ризик. Це полегшило би проблему бюджетного дефіциту. Але це було б за рахунок країн, що проводять збалансовану фіскальну політику. Це б послабило дисциплінуючий ефект премії за ризик. Але країни – реальні позичальники могли б надавати певну компенсацію формальним позичальникам – емітентам європейських облігацій.

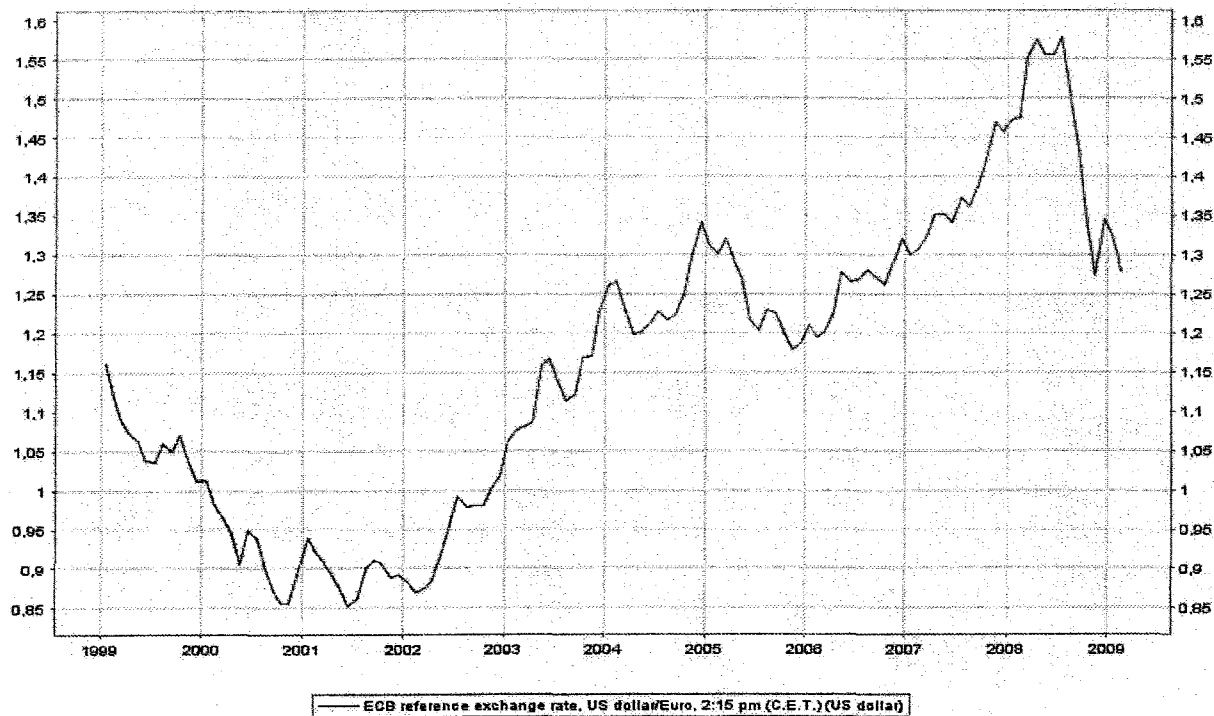
Щодо юридичної площини, Маастрихтська угода забороняє передачу боргу країні-члена іншій або ЄЦБ. У той же час, Лісабонська угода дозволяє ЄС за виняткових обставин надавати постраждалій країні-члену фінансову допомогу.

## 7.7. Фактори, що впливають на курс євро

**Курс євро до долара США.** Основними факторами курсу євро до долара вважаються такі:

- процентні ставки ЄЦБ (а точніше процентний диференціал – різниця – між цією ставкою і відповідною ставкою ФРС);
- ринкові процентні ставки (або процентні диференціали), наприклад, процентна ставка по євродепозитах у євро (депозитах, деномінованих у євро і розташованих в установах за межами єврозони), EONIA (euro overnight index average), EURIBOR (euro interbank offered rate);
- різниця у доходності довгострокових цінних паперів урядів (переважно між США та Німеччиною);
- динаміка ВВП, промислового виробництва, зайнятості;
- інфляція за індексом споживчих цін або іншими індексами;
- дефіцит бюджету єврозони або окремих її країн;
- світові ціни на окремі товари (наприклад нафти);
- ефекти крос-курсів по відношенню до ієни, фунта стерлінгів тощо;
- єврофьючерси (відображають ринкові очікування ставок по депозитах в євро);
- політичні фактори (нестабільність у країнах єврозони або сусідніх країнах).

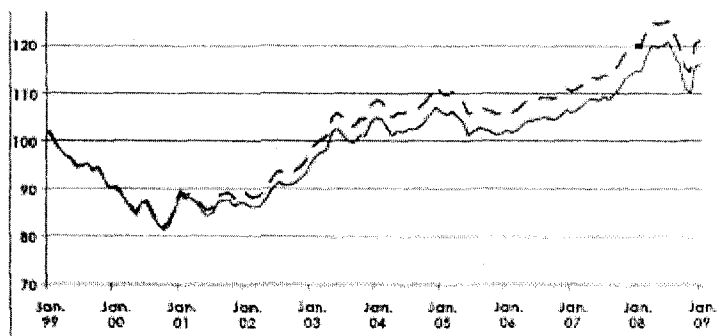
У короткостроковому періоді головним чинником курсу євро є інформаційні повідомлення. На курс євро до долара впливають переважно повідомлення з США, а не єврозони. Найважливішим фактором є повідомлення Федерального комітету з відкритого ринку ФРС про зміни процентної ставки. Важливими факторами є також Звіт про зайнятість, попередні дані про ВВП, торговий баланс США. Далі йдуть випереджуючі індекси: Індекс Філадельфійського федерального резерву (Philadelphia Federal Reserve Index), Індекс настроїв Університету Мічигана (University of Michigan Sentiment Index – попередній і остаточний), Чикагський PMI індекс (Chicago PMI).



**Рис. 7.4. Валютний курс євро до долара (у доларах за євро)**

Джерело: ECB. Statistical Data Warehouse (<http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2018794>).

Вплив повідомлень з Європи (ЄС, Великобританія, Німеччина, Франція) вдвічі менший за вплив повідомлень з США. Найважливішими повідомленнями є рішення ЄЦБ щодо монетарної політики для євросони, Німецький огляд ділових очікувань IFO (German IFO Business Expectations Survey), попередні дані про ВВП Великобританії, дані про зайнятість у Франції (крім сільського господарства).



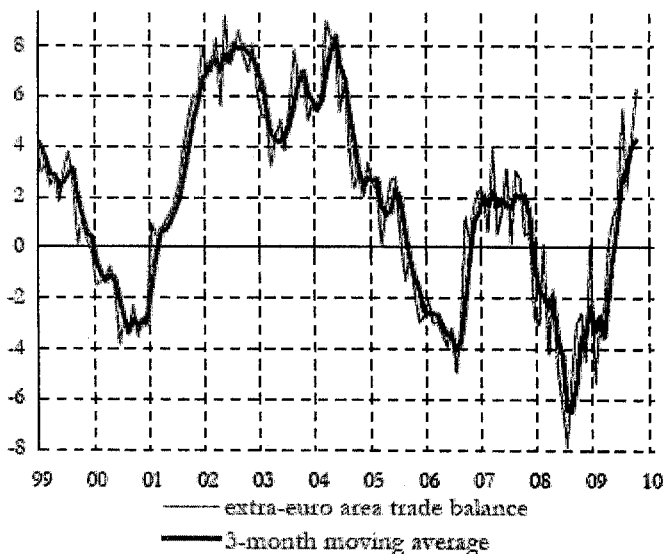
**Рис. 7.5. Ефективний курс євро (номінальний – неперервна лінія, реальний – пунктиром), 100 – рівень початку 1999 р.**

Джерело: Ohr R. European Monetary Union at Ten: Had the German Maastricht Critics Been Wrong? Discussion Paper No. 141. – University of Goettingen, May 2009. – 24 p.

**Курс євро до фунта стерлінгів.** Значення повідомлень з Європи зростає для коливань курсу євро до фунта стерлінгів (їх вплив вдвічі більший ніж повідомлень з США). Єдиним значущим японським фактором є повідомлення Банку Японії щодо монетарної політики. Все ж і тут найважливішим фактором є повідомлення Федерального комітету з відкритого ринку ФРС про зміни процентної ставки (хоча вони впливають вдвічі менше

на курс євро до фунта стерлінгів, ніж на курс євро до долара). Другим найважливішим фактором є Звіт про зайнятість у США. Далі йдуть повідомлення про процентні ставки ЄЦБ, промислове виробництво у Великобританії, попередні дані про ВВП Великобританії, остаточні дані про ВВП Великобританії, роздрібні продажі у Великобританії (дивно, але рішення Комітету з монетарної політики Банку Англії щодо процентної ставки не такі важливі). Помітним є також вплив оголошень про ВВП та індекс цін виробників у єврозоні та Німеччині, переглянуті дані про витрати на працю в ЄС. Знов дивним є те, що дані про платіжний баланс не такі важливі.

Млрд. євро



**Рис. 7.6. Торговий баланс країн єврозони з іншими країнами (поточні дані та тримісячна плинна середня).**

Джерело: Key indicators for the Euro Area. 14-Jan-10.– DG ECFIN Research Directorate, 2010. – 14 p.

**Курс євро до японської ієни.** Повідомлення з США є і тут найважливішими (пояснюють майже половину впливу на курс євро до ієни). Головними факторами є повідомлення Федерального комітету з відкритого ринку ФРС про зміни процентної ставки та Звіт про зайнятість у США. Далі йдуть дані про ВВП Японії, оголошення ЄЦБ про процентні ставки, повідомлення Банку Японії щодо монетарної політики, різні випереджуючі комплексні індекси, дані про фундаментальні фактори (включаючи про торговий баланс євросони).

## 7.8. Роль цін на нафту

У еволюції значення цін на нафту з другої половини ХХ ст. можна виділити чотири основних періоди. Перший період тривав протягом 1950-1970 рр. під час дії Бреттон-Вудської валютної системи фіксованих валютних курсів. У цей час долар був конвертований у золото, економічне зростання було швидким, а ціни на нафту низькими. Ціни на нафту фактично формували так звані "Сім сестер" – провідних нафтових компаній. Коефіцієнт кореляції між курсом долара і цінами на нафту в цей період становив -62 %.

Другий період тривав протягом 1971-1984 рр. У 1971 р. долар було девальвовано. Оскільки ціни на нафту були виражені в доларах, реальні доходи експортерів нафти впали. У 1973 і 1979 рр. відбулися нафтові кризи, ціни на нафту суттєво зросли. Тим часом долар відновив свої позиції. Цьому сприяла, зокрема, рестрикційна монетарна політика у США. Коефіцієнт кореляції між курсом долара і цінами на нафту в цей період становив -18 %.

Третій період тривав протягом 1985-98 рр. в умовах послаблення позицій ОПЕК і слабкого долара. Ціни на нафту знизилися (хоча було тимчасове різке зростання у 1990-х рр. під час війни у Кувейті та Іраку) завдяки розширенню видобутку нафти у Саудівській Аравії, трансформаційному спаду у постсоціалістичних країнах та азіатській кризі 1997-98 рр. Коефіцієнт кореля-

ції між курсом долара і цінами на нафту в цей період становив +44 %.

Останній період розпочався у 1999 р. Він характеризувався зростанням цін на нафту, внаслідок зростання попиту у нових індустриальних країнах. З 2002 р. динаміка курсу долара і цін на нафту стали різноспрямованими, долар послаблювався внаслідок зростання дефіциту торгового балансу. Коефіцієнт кореляції між курсом долара і цінами на нафту в цей період становив -73 %.

Зв'язок курсу євро з цінами на нафту проявляється, перш за все, через зв'язок курсу долара з цінами на нафту. Але різні дослідники дотримуються різних точок зору щодо головного фактор: чи долар впливає на ціни нафти, чи навпаки, чи їх коливання мають спільну причину. Вплив відбувається завдяки декільком каналам.

1. Канал купівельної спроможності в частині пропозиції. Важливим поясненням зв'язку є намагання країн – експортерів нафти підтримувати рівень своїх реальних доходів. Експортери нафти одержують доходи переважно у доларах, але часто витрачають їх на купівлю товарів за інші валюти, наприклад, за євро. Це створює стимули піднімати ціни на нафту у разі знецінення долара, якщо вони, звичайно, мають достатньо переговорної сили для підняття цих цін.

*Таблиця 7.2.*

**Частки торговельних партнерів 11 країн – провідних експортерів нафти у 2005 р., %.**

	<b>США</b>	<b>Єврозона</b>	<b>ЄС</b>	<b>Азія</b>
Експорт у	13,9	27,4	38,7	25,6
Імпорт з	6,8	29,2	41,9	25,4

Cuaresma J.C., Breitenfellner A. Crude Oil Prices and the Euro-Dollar Exchange Rate: A Forecasting Exercise. Working Paper in Economics and Statistics 2008-08. – University of Innsbruck, 2008. – 25 p.



2. Канал купівельної спроможності в частині попиту. З іншого боку при знеціненні долара нафта стає дешевшою для недоларових країн, що збільшує їх попит і сприяє збільшенню цін на нафту.

3. Канал активів. Знецінення долара зменшує доходи від активів, деномінованих у доларах. Інвестиції в нафту та інші сировинні товари стають більш привабливими, що збільшує ціни на них.

4. Монетарний канал. Знецінення долара сприяє більш експансійній монетарній політиці у країнах світу, включаючи країн – експортерів нафти, чия валюта прив'язана до долара. Низькі процентні ставки за умов експансійної політики, збільшують кількість грошей і попит, включаючи попит на нафту.

5. Канал валютного ринку. Валютні ринки є більш ефективними ніж ринки нафти, тому швидше реагують на очікування змін у реальній економіці. Очікування подій, що призводять до знецінення долара, з часом можуть вплинути також на ринок нафти. Тобто тут розглядається спільна причина для динаміки валютного курсу і цін на нафту. Такими причинами можуть бути зміни у процентних ставках, динаміка економічного зростання тощо.

Згідно моделі П. Кругмана, зв'язок між курсом долара і цінами на нафту має бути позитивним, якщо експортери нафти інвестують доходи в доларові активи, і негативним, якщо доходи витрачаються на купівлю промислових товарів з недоларових країн.

Безпосередньо зв'язок курсу євро і цін на нафту можна подивитися на графіку (рис. 8.7). Як бачимо, в 1998-2001 рр. динаміка курсу євро і цін на нафту була чітко протилежною. Після цього зв'язок став не таким явним.

Номинальний ефективний курс євро – ліва шкала, неперервна лінія, 100 = рівень початку 1999 р.

Ціни на сиру нафту Brent – права шкала, лінія пунктиром, дол./баррель

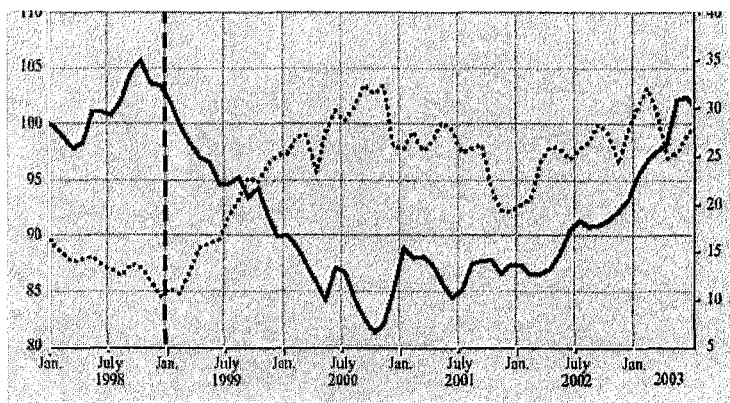


Рис. 7.7. Динаміка курсу євро і ціни на нафту.

The Monetary Policy of the ECB. – ECB, 2004. – 126 p.

### Питання по темі

1. Яким чином ЄЦБ використовує економічний аналіз для формування рішень з монетарної політики?
2. Яким чином ЄЦБ використовує монетарний аналіз для формування рішень з монетарної політики?
3. Якою є складова монетарних агрегатів в єврозоні?
4. Які складові є найбільшими в агрегаті М3 єврозони?

5. Які фактори і як впливають на ціни?
6. Які фактори і як впливають на споживання та інвестиції?
7. Через які канали зміни у валютному курсі євро впливають на ціни? Від чого залежить цей вплив?
8. Як зміни в процентних ставках впливають на економічне зростання і ціни?
9. Наведіть приклад формули попиту на гроші. Який знак повинні мати параметри (коефіцієнти) при незалежних змінних?
10. Яким чином зміни валютного курсу впливають на імпортні ціни в країнах єврозони?
11. Проаналізуйте кореляцію між ключовими процентними ставками ЄЦБ та іншими процентними ставками (міжбанківського ринку, депозитні, кредитні) в євроні або країнах за її межами.
12. Знайдіть прилади зв'язку між змінами у процентних ставках та цінах на активи в євроні.
13. Знайдіть у наукових роботах емпіричне підтвердження зв'язку між двома економічними показниками в рамках трансмісійного механізму монетарної політики (наприклад, між процентною ставкою та інвестиціями, процентною ставкою та валютним курсом, обсягами інвестицій та економічним зростанням тощо – на вибір).
14. Поясніть взаємозв'язок між монетарною, фіскальною та зарплатною політикою.
15. Поясніть особливості динаміки балансу державного бюджету країн єврозони. Яким чином це могло вплинути на ефективність монетарної політики в коротко- і довгостроковій перспективі?
16. Наскільки достатніми є фіскальні механізми вирішення проблеми асиметричного впливу шоків на різні країни єврозони? Які перспективи можуть бути для вирішення цієї проблеми?
17. Якими є основні фактори впливу на курси євро до долара, ієни та фунта стерлінгів?

18. За допомогою кількісних методів оцініть вплив економічних, політичних, кліматичних факторів на курс євро до долара.

19. За допомогою кількісних методів поясніть, які фактори могли вплинути на курс євро до гривні.

20. Яким чином ціни на нафту пов'язані з курсом долара і євро? Наскільки може змінитися цей вплив у майбутньому?

## ГЛАВА 8. ЕТАПИ РЕАЛІЗАЦІЇ ЄДИНОЇ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ В ЄВРОЗОНІ

### 8.1. Монетарна політика в перші роки існування євро (1999-2003 рр.)

На початку 1999 р. спостерігалися такі тенденції, що свідчили про низький рівень загрози для цінової стабільності:

- інфляція за гармонізованим індексом споживчих цін була нижче 1%;
- існували ризики для економічного зростання внаслідок азійської та російської кризи у 1997-1998 рр.;

Але були й інші тенденції:

- впевненість споживачів залишалася високою;
- відновилося зростання цін на нафту;
- протягом перших місяців року євро знецінився;
- кредити приватному сектору зростали зі швидкістю 10% на рік;
- темпи зростання агрегату М3 також перевищували індикативний рівень ЄЦБ (4,5 %).

Все ж у квітні 1999 р. ЄЦБ вирішив зменшити проценту ставку за основними операціями рефінансування до 2,5%.

У період з літа 1999 р до кінця 2000 р. відбувалися такі події:

- в умовах стабільного економічного зростання посилилися інфляційні тенденції;
- зростання цін на нафту сприяли тиску імпортованої інфляції;
- курс євро продовжував знижуватися (мінімуму було досягнуто в жовтні 2000 р.: євро коштував 0,83 долари або 89,3 ієни);
- зростання монетарних агрегатів було швидким;

- інфляція (зростання гармонізованого індексу споживчих цін) перевищила 2%, тобто верхню межу визначення цінової стабільності.

У цих умовах ЄЦБ поступово підняв ключові процентні ставки на 225 базових пунктів (тобто на 2,25 процентних пункти) з листопада 1999 р. до жовтня 2000 р. У кінці 2000 р. мінімальна ставка за основними операціями рефінансування становила 4,75 % (а ставки за депозитним механізмом і маржинальним кредитним механізмом, відповідно, 3,75 % і 5,75 %, тобто відрізнялися на +/-1 процентний пункт).

У вересні 2000 р. за ініціативою ЄЦБ знецінення євро стало об'єктом обговорення на рівні Великої сімки. В результаті було проведено колективні інтервенції на валютному ринку силами Євро системи, ФРС США і ЦБ Японії, Великобританії та Канади. Повторна інтервенція була проведена у листопаді. Після цього знецінення євро припинилося.

У 2001 р. розвивалися такі тенденції:

- інфляційний тиск послабився завдяки уповільненню економічного зростання і подорожчання євро;
- у кінці 2000 р. економічне зростання послабилося на глобальному рівні (розпочалося це із США);
- перспективи економічного зростання послабилися завдяки значному падінню цін на акції та погіршенню ситуації в Японії;
- завдяки попередньому збільшенню процентних ставок зростання агрегату М3 і кредитів приватному сектору уповільнилося вже на початку 2001 р.;
- негативно вплинули терористичні атаки 11 вересня 2001 р у США.

На початку 2002 р. ситуація розвивалася таким чином:

- відбулося відновлення економічного зростання, але воно було слабшим, ніж очікувалося;
- посилення напруги на Близькому Сході призвело до зростання цін на нафту;
- посилилися сумніви у надійності фінансової звітності корпорацій;

- ці сумніви, а також менші, ніж очікувані, прибутки корпорацій призвели до значних коливань на ринках акцій;

- прогнози щодо економічного зростання були переоцінені в менший бік;

- незважаючи на це інфляція була вище 2% внаслідок негативного впливу погодних умов на ціни на продукти харчування, зростання цін на нафту і незначного впливу переходу на готівкове євро;

- з кінця 2001 р. темпи зростання агрегату М3 перевищували індикативний рівень у 4,5%, оскільки інвестори надавали перевагу короткостроковим ліквідним і менш ризикованим активам в умовах значної нестабільності на фінансових ринках;

- але вважалося, що слабка ділова активність не дозволить реалізуватися потенційним ризикам зростання інфляції, оскільки динаміка зарплати не будуть сприяти зростанню інфляції;

- також допомогло знизити інфляційний тиск подорожчання євро з весни 2002 р.

У цих умовах ЄЦБ поступово знизив ключові процентні ставки на 275 базових пункти з травня 2001 р. до червня 2003 р. Мінімальна процентна ставка за основними операціями рефінансування досягла рівня 2%. Зокрема, в результаті надзвичайної зустрічі в режимі телеконференції 17 вересня 2001 р. (тобто незабаром після терористичних атак 11 вересня) Керівна рада ЄЦБ знизила ключові процентні ставки одразу на 50 базових пунктів (зазвичай відбуваються зміни на 25 базових пунктів) разом з ФРС США та рядом інших ЦБ країн світу.

ФРС почала значно знижувати ключову процентну ставку ще раніше – з січня 2001 р. До кінця року вона знизилася з 6,5% до 1,75%. ЄЦБ зтягував з цим до травня і робив це повільніше. Це стало об'єктом критики у деяких наукових дослідженнях.

Таким чином у перші роки єдина монетарна політика Євро-системи відбувалася в умовах різноманітних шоків для цінової динаміки. Ці шоки, зокрема, включали подорожчання втричі цін на нафту з початку 1999 р. до середини 2000 р., знецінення євро, зростання цін на продукти харчування в ході ряду епідемій для худоби в 2001 р.

## **8.2. Монетарна політика в умовах стабільного економічного розвитку (2004 – початок 2007 рр.)**

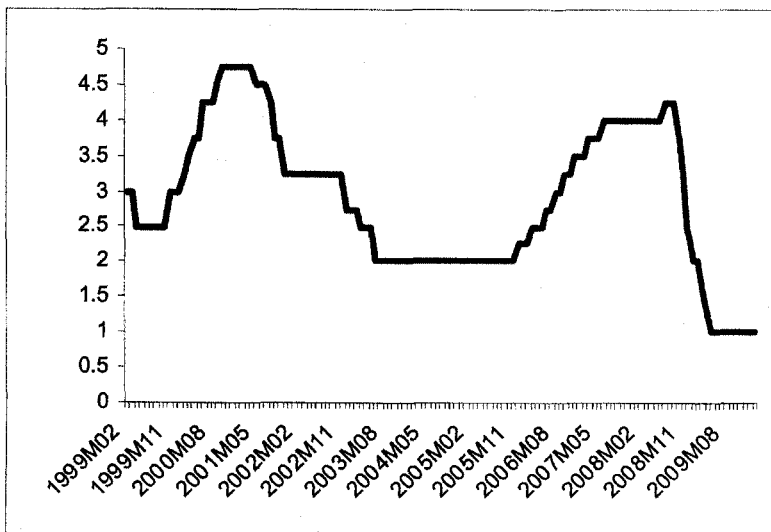
Протягом 2003-2006 рр. відбувалися лише незначні зміни щодо монетарної політики. В 2004 – на початку 2005 рр. відбувалися такі події:

- економічне зростання в євроні уповільнилося у другій половині 2004 р. і на початку 2005 р. внаслідок зростання цін на нафту, тимчасового уповільнення динаміки міжнародної торгівлі, попереднього подорожчання євро;
- у другій половині 2005 р. економічне зростання знов посилювалося внаслідок зростання глобального попиту, зростанню прибутків корпорацій і низьких процентних ставок);
- незважаючи на зростання цін на сировину та енергоносії, інфляційний тиск залишався низьким внаслідок помірнього зростання ВВП та зарплат;
- стримував інфляцію й ефект від подорожчання євро;
- фактична інфляція була дещо підвищеною (2,2% у 2005 р.) переважно внаслідок зростання цін на енергоносії, регульованих цін та непрямих податків.

У цих умовах ключові процентні ставки залишилися незмінними на рівні 2 %. Але до кінця 2005 р. ситуація почала змінюватися:

- прогнозу інфляцію було переоцінено в більший бік;
- виявилось, що зростання цін на нафту триватиме й надалі;





**Рис. 8.1. Процентна ставка за основними операціями рефінансування, % (фіксована або мінімальна).**

Джерело: Eurostat (<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/>).

- у першій половині 2005 р. євро знецінився, особливо відносно долара та деяких азіатських валют, де-факто прив'язаних до долара;
- до кінця 2005 р. курс євро стабілізувався, але його номінальний ефективний курс був на 6% менше рівня на початку року;
- знецінення євро було викликано покращанням ділової активності у США та Японії;
- новини про покращання ділової активності у США співпали зі зростанням інфляційних тенденцій;
- останнє переключило увагу учасників валютних ринків з проблеми дефіциту поточного рахунку США на очікування підняття процентних ставок у США для протидії інфляції;

- ще одною причиною знецінення євро стало виникнення у 2005 р. дефіциту поточного рахунку у євросоні в розмірі 29 млрд євро або 0,4% ВВП після профіциту 43,5 млрд євро у 2004 р. (хоча цей дефіцит був значно меншим ніж у США);

- за фінансовим рахунком платіжного балансу з євросони відбувався відтік капіталу в розмірі 13 млрд євро за прямими та портфельними інвестиціями порівняно з надходженнями 24 млрд євро у 2004 р.

У результаті у грудні 2005 р. ЄЦБ збільшив ключові процентні ставки на 25 базових пунктів. Мінімальна процентна ставка за основними операціями рефінансування досягла 2,25%. Це рішення було прийнято з міркувань ризиків зростання інфляції у той час, коли фактична інфляція залишалася помірною.

У 2006 – на початку 2007 р відбувалися такі тенденції:

- посилилося подорожчання євро, яке розпочалося в кінці 2005 р.;

- це було викликано тим, що ділова активність у Європі залишалася у кращому стані порівняно з можливим уповільненням зростання у США;

- дефіцит поточного рахунку продовжував збільшуватися;

- після чистого відтоку прямих і портфельних інвестицій у 2005 р відновився їх чистий притік на суму 109 млрд євро у 2006 р.;

- але зростання реального ВВП було вище потенційного рівня, що стимулювало інфляційний тиск;

- безробіття знизилося до історично низького рівня, що стимулювало зростання зарплат;

- продовжилося зростання цін на нафту (середня ціна бареля нафти Brent у євро зросла на 20% у 2006 р. після зростання на 45% у 2005 р.);

- річні темпи зростання агрегату М3 у березні 2007 р. досягли 11% внаслідок низьких процентних ставок, економічного зростання і динамічного зростання ринку нерухомості.

Реакцією ЄЦБ було збільшення ключових процентних ставок у декілька етапів. У червні 2007 р. мінімальна процентна ставка за основними операціями рефінансування досягла 4%.

### **8.3. Економічні тенденції та монетарна політика в період розгортання світової фінансової кризи (кінець 2007 –2008 р.)**

Всередині літа 2007 р. стало ясно, що ряд фінансових установ у Європі, які постраждали від фінансової кризи у США, потребували вливання додаткової ліквідності. Процентна ставка на ринку овернайт-кредитів у еврозоні зросла на 70 базових пунктів відносно нормального рівня.

ЄЦБ все ще брав до уваги ризику зростання інфляції. Але враховуючи складну ситуацію на фінансових ринках, 9 серпня він надав ліквідність у рамках операції тонкого налаштування на суму 95 млрд євро за один день. Це була процедура тендеру з фіксованою процентною ставкою 4%, яка мала задовольнити всі подані заявки на одержання рефінансування. Причиною обрання такої процедури були складність для ЄЦБ в оцінці потреб банківського сектору у ліквідності та бажання недопустити спотворених процентних ставок у заявках. Це знизило ринкові процентні ставки за овернайт-кредитами.

ЄЦБ продовжив використовувати операції тонкого налаштування для надання ліквідності та збільшив обсяги рефінансування за основними операціями. Але вже став використовувати тендери зі змінною процентною ставкою, щоб запобігти надмірному вливанню ліквідності. За двома додатковими довгостроковими операціями рефінансування у серпні та вересні ЄЦБ надав ліквідності на суму 115 млрд євро. У листопаді ЄЦБ продовжив дію цих операцій. Це збільшило вагу довгострокових операцій рефінансування (на 3 місяці) відносно основних (на 1 тиждень). У різний час для врегулювання тимчасових нестач або надлишків ліквідності використовувалися операції тонкого налаштування як для надання, так і для поглинання ліквідності.

У той же час відбувалося подорожчання євро внаслідок зменшення процентних ставок, послаблення перспектив щодо економічного зростання і поганого стану кредитних ринків у США. У кінці 2007 р. реальний ефективний курс євро був на 7% вище середнього рівня 2006 р.

На фоні розгортання кризових явищ відбулося підписання 12 грудня 2007 р. Лісабонської угоди, спрямована на реформування ЄС.

На початку 2008 р. ситуація розвивалася таким чином:

- прогнози ЄЦБ щодо інфляції були такими 2,6-3,2 % у 2008 р. і 1,5-2,7 % у 2009 р.;

- інфляційний тиск створювали продовження зростання цін на нафту і продукти харчування, очікування зростання зарплат, регульованих цін і непрямих податків;

- обсяг грошей і кредитування продовжував швидко зростати, зокрема завдяки нестабільності фінансових ринків і специфічним операціям у сфері реструктуризації окремих банківських груп;

- зростання процентних ставок уповільнило зростання кредитів домогосподарствам, але кредити нефінансовим корпораціям продовжували швидко зростати;

- незважаючи на уповільнення ВВП продовжував зростати, але фінансова нестабільність і послаблення глобального попиту свідчили про можливе зниження ділової активності у майбутньому (у червні 2008 р. прогнози щодо зростання ВВП євросони були 1,5-2,1% у 2008 р. і 1-2% у 2009 р.).

У цих умовах ЄЦБ вирішив залишити ключові процентні ставки на незмінному рівні. У березні 2008 р. ЄЦБ вирішив провести додаткові 3-місячні довгострокові операції рефінансування, а також запровадити додаткові 6-місячні довгострокові операції рефінансування. Також у березні ЄЦБ (як і раніше у грудні та січні) вирішив разом з ФРС надати контрагентам Євросистеми кошти у доларах строком на 28 днів на суму 15 млрд доларів. З липня почали надавати додаткове доларове фінансування строком на 84 дні.

3 липня 2008 р. ЄЦБ вирішив підняти ключові процентні ставки дна 25 базових пунктів (мінімальна процентна ставка за основними операціями рефінансування досягла 4,25%).

Тим часом євро подорожчав відносно долара до більше ніж 1,5 долара за євро (у березні-липні 2008 р.), оскільки євროзона була у кращому стані ніж США. Але починаючи з серпня євро знецінився до менше 1,3 долара за євро у листопаді та (після тимчасового повороту тренда) у лютому 2009 р., що було викликане значно більшим впливом кризи на євროзону, ніж очікувалося раніше.

У 2008 році євро знецінився відносно ієни на 23%, китайського юаня на 11%, швейцарського франка на 10%. Але євро подорожчав на 29% відносно фунта стерлінгів, на 15% до шведської крони, на 15% до польського злотого, на 12% до румунського лея, на 5% до угорського форинта і 2% до чеської крони, на 33% до корейського вона, на 22% до норвезької крони, на 2% до австралійського долара, на 17% до канадського долара. Реальний ефективний курс євро знизився у четвертому кварталі 2008 р. на 4% у річному вимірі.

Незважаючи на уповільнення інфляції, 2008 р. завершився інфляцією у 3,3%. Це був найвищий рівень з часів запровадження євро. Важливим фактором цього було зростання цін на нафту. Вони зросли з 100 до майже 150 доларів за барель протягом першої половини 2008 р. Пізніше вони впали до 40 доларів за барель у грудні.

За підсумками року економічне зростання у євроні становило лише 0,8%. Зростання кредитів нефінансовому приватному сектору також уповільнилося внаслідок погіршення умов кредитів і слабкої ділової активності. Після колапсу Леман Бразерс та посилення напруженості на фінансових ринках у вересні 2008 р. зростання широких грошей уповільнилося до 4,3% у другому кварталі 2009 р. (після зростання на 9,1% у третьому кварталі 2008 р.). Посилення тенденцій до уникнення ризику інвесторами призвело до зростання спредів за корпоративними та державними облігаціями, що негативно вплинуло на реальну економіку.

Профіцит поточного рахунку євроні в 2007 р. розміром 36 млрд євро змінився на дефіцит розміром 63 млрд євро (0,7%

ВВП). Скорочення експорту було викликане зменшенням глобального попиту. Чистий притік прямих і портфельних інвестицій зріс з 47 до 128 млрд євро (саме за рахунок портфельних інвестицій). Міжнародна інвестиційна позиція єврозони передбачала наявність чистих зобов'язань єврозони перед рештою світу в розмірі 1158 млрд євро (12,5% ВВП). Валютні резерви незначно збільшилися.

#### **8.4. Заходи для подолання наслідків загострення світової фінансової кризи (кінець 2008 – початок 2010 р.)**

Оскільки посилювалися дефляційні тенденції, ЄЦБ поступово знизив ключові процентні ставки. Процентна ставка за основними операціями рефінансування зменшилася з жовтня 2008 р. до кінця року до 2,5 %. Паралельно знижували процентні ставки ФРС і ЦБ Великобританії, Канади, Швеції та Швейцарії.

У жовтні 2008 р. ЄЦБ також тимчасово знизив коридор для процентних ставок за постійними механізмами – з  $\pm 1$  до  $\pm 0,5$  процентного пункту відносно ставки за основними операціями рефінансування. Після цього в декілька разів зросли обсяги користування депозитним і маржинальним кредитним механізмами.

3 жовтня 2008 р. також використовувалася практика повного задоволення заявок контрагентів під час тендерів з фіксованою процентною ставкою в рамках операцій на відкритому ринку. Збільшилася частота і обсяги довгострокових операцій рефінансування.

ЄЦБ також надавав фінансування контрагентам у доларах і швейцарських франках. До існуючих 28- і 84-денних операцій у доларах було додано 7-денні та овернайт-операції. Для цих операцій ЄЦБ одержував долари за рахунок валютних свопів з ФРС. Євросистема почала надавати кошти контрагентам у швейцарських франках, одержуючи їх від Швейцарського національного банку за валютними свопами строком на 7 днів або 3 місяці. ЄЦБ також надавав євро для деяких ЦБ країн ЄС за межами єврозони у формі операцій РЕПО.

У жовтні 2008 р. було тимчасово розширено коло прийнятих активів для забезпечення рефінансування з боку ЄЦБ у частині кредитного рейтингу, валюти деномінації (не тільки євро),

зв'язків між емітентом активів і контрагентом тощо. Також було розширено коло прийнятних контрагентів для операцій тонкого налаштування.

На глобальному рівні ЄЦБ брав участь у розробці рекомендацій Форуму фінансової стабільності, спрямованих на протидію фінансовій нестабільності. На європейському рівні ЄЦБ надавав поради для розробки заходів органів влади для підтримки функціонування банківського сектору. Паризька декларація країн євросони у жовтні 2008 р. ініціювала план дій щодо скоординованих заходів. Ці заходи передбачали надання державних гарантій на борги банків і рекапіталізацію банків.

У 2008 р. ЄЦБ заробив 2,7 млрд. євро прибутку. Практично половину з них було спрямовано на забезпечення від валютного, процентного ризиків, та ризику змін цін на золото. Решта була розподілена серед національних ЦБ відповідно до їх часток у капіталі ЄЦБ.

Кількість прийнятних контрагентів Євросистеми протягом 2008 р. зросла з 1693 до 2099. Значною мірою зростання відбулося у жовтні, коли деякі банки вирішили стати контрагентами Євросистеми, враховуючи складність одержання коштів на ринку. У 2008 р. у середньому у основних операціях рефінансування брали участь 443 контрагенти, що на 31 % більше ніж у 2007 р.

У кінці 2008 р. обсяг непогашеного боргу контрагентів перед Євросистемою за довгостроковими операціями рефінансування становив 617 млрд євро (що становило 72 % від аналогічного показника за всіма операціями на відкритому ринку). За рік було проведено 25 операцій тонкого налаштування.

Вартість активів, прийнятних для забезпечення, зросла на 17 % до 11 трлн євро. 44 % з них становив борг загального уряду, 20 % – непокриті облігації банків, 11 % – покриті облігації банків, 9 % – цінні папери, забезпечені активами, 8 % – корпоративні облігації, 5 % – інші облігації (наприклад, міжнародних організацій). Внаслідок тимчасових змін до правил визначення прийнятності активів вартість ліквідних прийнятних активів збільшилася на 870 млрд євро.

Середня вартість активів, використаних як забезпечення для одержання рефінансування, зросла суттєво до 1579 млрд євро. З них 28 % становили цінні папери, забезпечені активами, 28 % – непокриті облігації банків, 12 % – неліквідні активи, 10 % – облігації центрального уряду.

У 2008 р. Євросистема не робила інтервенції на валютному ринку з метою регулювання курсу євро. ЄЦБ продав 30 тон золота. За рік вартість валютних резервів зросла з 43 млрд євро до майже 50 млрд євро (з них майже 40 млрд євро становили власне валютні резерви (з них 77,5 % – у доларах і 22,5 % – в ієнах) і 11 млрд євро – золото і СДР). Зростання значною мірою було зумовлене зростанням курсу долара та ієни і ціни на золото.

За механізмом середньострокової допомоги ЄС для країн-членів ЄС за межами євросони допомога була надана Угорщині починаючи з грудня 2008 р. (мала право одержати до 6,5 млрд євро).

У грудні 2008 р. прогноз передбачав негативне економічне зростання у євросоні: -1-0 % у 2009 р. Очікувалось продовження зменшення інфляції. Фактична інфляція у 2009 р. становила 0,3 %, а економічне зростання -4,1 %.

У січні 2009 р. ЄЦБ знизив процентну ставку за основними операціями рефінансування до 2 %. У березні відбулося додаткове зниження до 1,5 %, у квітні – до 1,25%. Останнє зниження відбулося у травні 2009 р. – до 1% (при цьому процентна ставка за депозитним механізмом на рівні 0,25 %, а за маржинальним кредитним механізмом була знижена до 1,75 %). З цього моменту ставка залишалася незмінною принаймні до весни 2010 р.

У травні ЄЦБ вирішив розпочати здійснювати довгострокові операції рефінансування також строком на 12 місяців щокварталу за тендерами з фіксованою ставкою і повним задоволенням заявок контрагентів (раніше використовувалися лише 3 і 6-місячні). Було надано Європейському інвестиційному банку статус прийняттого контрагента Євросистеми. Внаслідок розширення рефінансування баланс євросистеми збільшився з 700 до 1900 млрд євро з червня 2007 р. до червня 2009 р.

З лютого 2009 р. від ЄС почали надаватися кошти Латвії в рамках механізму середньострокової допомоги (передбачалося в межах 3,1 млрд євро) – для підтримки фіксованого курсу лата,



фінансової системи, цінової стабільності, конкурентоспроможності, потенціалу економічного зростання та конвергенції з єврозоною. 3 липня 2009 р. допомогу також почала одержувати Румунія (передбачалося до 5 млрд євро). Подібна допомога доповнюється кредитуванням з боку міжнародних організацій.

Реальний ефективний курс євро протягом 2009 р. майже не змінився. У другій половині 2009 р. відновилося економічне зростання, що зменшило необхідність у використанні антикризових заходів. У грудні 2009 р. ЄЦБ вирішив поступово скорочувати кількість довгострокових операцій рефінансування. Остання, як передбачається, річна операція рефінансування мала відбутися у грудні 2009 р., 6-місячна – у березні 2010 р.

У червні 2009 р. в обігу перебувало 764 млрд євро в банкнотах і 21 млрд євро в монетах (разом це 8,3 % ВВП). Використання депозитного механізму станом на 24 січня 2010 р. становило 83 млн євро, маржинального кредитного механізму 143 млрд євро. Протягом періоду зберігання резервів 8 грудня 2009 р. – 19 січня 2010 р. обсяги обов'язкових резервів становили 210 млрд євро, надлишкові резерви 1,2 млрд євро, процентна ставка за зберігання обов'язкових резервів 1 %, пеня за ухилення від збереження обов'язкових резервів 4,25 %.

Станом на 8 січня 2010 р. активи Євросистеми становили 1880 млрд євро, з них 14 % – золото і вимоги, деноміновані в золоті, 10 % – вимоги до нерезидентів єврозони в іноземній валюті, 39 % – кредитування кредитних установ єврозони євро (36 % – за довгостроковими операціями рефінансування, 3 % – за основними операціями рефінансування), 18 % – цінні папери резидентів у євро. Структура пасивів була такою: 42 % – банкноти в обігу, 21 % – зобов'язання перед кредитними установами єврозони в євро, 7 % – зобов'язання перед іншими резидентами єврозони в євро, 12 % – рахунки переоцінки, 4 % – власний капітал і резерви.

Станом на 1 січня 2010 р. кількість монетарних фінансових інституцій у єврозоні становила 8076. Тобто вона скоротилася на 3,3 % порівняно з попереднім роком і на 18% порівняно з 1999 р. (незважаючи на приєднання до єврозони декількох країн). 41 % монетарних фінансових установ знаходяться у Німеч-

чині та Франції. 80 % монетарних фінансових установ були кредитними установами (комерційними банками, ощадними банками, кредитними спілками тощо), майже 20 % – фондами грошового ринку. Існувало 620 філій-резидентів єврозони, які належали кредитним установам інших країн.

---

## Питання по темі

1. Якою була монетарна політика Євросистеми одразу після впровадження євро? З яких міркувань відбувалися зміни у ключових процентних ставках у цей період?
2. З яких міркувань відбувся перехід до експансійної монетарної політики у 2001-2003 рр.?
3. Які фактори визначали формування монетарної політики у 2004 – початку 2007 р.?
4. Якими економічними процесами супроводжувалася остання світова фінансова криза?
5. Якою була реакція Євросистеми на останню світову фінансову кризу в сфері зміни ключових процентних ставок?
6. Якою була реакція Євросистеми на останню світову фінансову кризу в сфері зміни ролі різних видів операцій у рамках монетарної політики?
7. Як у різні періоди на монетарну політику впливало економічне зростання?
8. Як у різні періоди на монетарну політику впливали ціни на нафту?
9. Як у різні періоди на монетарну політику впливала динаміка курсу євро?
10. Як у різні періоди на монетарну політику впливали зовнішні події: у США чи інших країнах?
11. Якою була динаміка платіжного балансу єврозони в останні роки?
12. Знайдіть останні статистичні дані щодо обсягів операцій у рамках монетарної політики Євросистеми.

13. Знайдіть останні статистичні дані щодо кількості контрагентів Євросистеми та вартості прийнятних активів.

14. Знайдіть останні статистичні дані щодо кількості грошей у євроні, обсягів обов'язкових резервів, структурних частин балансу Євросистеми.

15. Якими були останні новини в сфері монетарної політики Євросистеми та динаміки курсу євро?

16. Якою може бути динаміка курсу євро у майбутньому в коротко-і довгостроковій перспективі?

17. Якою може бути монетарна політика Євросистеми у майбутньому в коротко-і довгостроковій перспективі?

18. За допомогою кількісних методів оцініть вплив змін курсу євро на економічні показники світу, євроні або окремої країни.

19. За допомогою кількісних методів оцініть вплив змін ключових процентних ставок Євросистеми на економічні показники світу, євроні або окремої країни.

20. Які зміни відбувалися в монетарній політиці Національного банку України паралельно зі змінами в монетарній політиці Євросистеми? Чим це було викликане?

21. Наскільки ефективною була монетарна політика Євросистеми у різні періоди?

## ПРЕДМЕТНИЙ ПОКАЗЧИК

- Американський аукціон – 123-125  
Асиметричний вплив – 7, 28, 77, 144, 145
- Банк міжнародних розрахунків – 104  
Банківська асоціація євро – 83, 84  
Банківський нагляд – 82, 89, 94, 99, 101, 104, 105  
Банкноти – 18, 20, 23, 24, 41-43, 51, 56, 58, 59, 66, 73, 75, 80, 89, 92, 95-97, 133, 168  
Банкомати – 41, 54, 58, 59  
Боргові сертифікати ЄЦБ – 113, 123, 125, 126  
Боргові цінні папери – 14, 47, 82, 111, 112, 116, 119, 123, 133, 134, 145, 146
- Валютні резерви – 13, 14, 39, 45, 46, 51, 73, 75, 76, 78, 81, 82, 89, 90, 95, 96, 107-109, 165, 167, 168  
Валютні свопи – 111-113, 117, 121, 123-126, 165  
Велика двадцятка – 105  
Велика десятка – 84, 105, 118  
Велика сімка – 104, 105, 107, 157  
Виконавча рада ЄЦБ – 72, 79, 88-92, 105  
Висновки ЄЦБ – 73, 80  
Внутрішні рішення ЄЦБ – 79  
Впровадження євро – 7-9, 17-20, 26-46, 51-59, 65-66
- Гармонізований індекс споживчих цін – 30, 32, 76-78, 156, 157  
Генеральна рада ЄЦБ – 88, 91  
Голландський аукціон – 123, 124  
Голосування – 19, 73, 85, 89-91, 104  
Група операційних менеджерів – 102
- Двосторонні процедури – 111-114, 121, 126  
Депозити – 47, 66, 68, 111-116, 123, 133, 134, 146, 146, 157, 165, 167, 168  
Депозитний механізм – 112, 114, 115, 126, 157, 165, 167, 168

Державний борг – 18, 22, 61, 63, 64, 68, 140, 141, 143, 145, 166  
Дефіцит державного бюджету – 14, 16, 18, 63, 141, 144-146  
Дефляція – 76-78, 134, 165  
Дизайн – 18, 20, 23, 42, 59  
Дисперсія  
    економічного зростання – 34  
    інфляції – 30, 31, 35  
Довгострокові операції рефінансування – 111, 112, 120, 121,  
    162, 163, 165-168  
Долар – 12, 29, 38, 43-48, 66-68, 76, 84, 107, 109, 119, 146-148,  
    150-152, 156, 160, 163-165, 167  
  
Економічне зростання – 8, 27, 33-39, 65, 68, 76, 77, 137, 140,  
    141, 150, 152, 156-159, 161-164, 167, 168  
Економічний аналіз – 132  
Економічний і монетарний союз – 11, 12, 15, 16, 18, 19, 28,  
    32, 33, 39, 48, 52, 55, 80, 89, 100, 109, 139-141, 144  
Економічний і фінансовий комітет – 101, 108  
Експорт – 22, 26, 27, 35, 36-38, 40, 46, 47, 67  
ЕКЮ – 13-16, 40  
  
ЄврАзЕС – 67-69  
ЄВРО1 – 83, 84  
Євробарометр – 54  
Єврогрупа – 100, 101, 103-105,  
Єврокоманда – 54  
Європейська валютна система – 13, 14, 16, 19  
Європейська економічна зона – 99, 118, 119  
Європейська Комісія – 11, 15, 17, 18, 20, 39, 41, 51, 54, 55, 80,  
    84-86, 89, 101, 103, 104, 108  
Європейська Рада – 18, 85, 101, 102, 107  
Європейська система центральних банків – 17, 72, 76, 78, 80,  
    83, 85, 88, 89, 95-97  
Європейське економічне співтовариство – 10-14, 16, 39  
Європейське об'єднання вугілля та сталі – 10  
Європейське співтовариство з атомної енергії – 10, 86  
Європейський валютний інститут – 13, 17-19, 91

Європейський валютний союз – 15, 18, 40  
Європейський інвестиційний банк – 12, 169  
Європейський парламент – 51, 85, 91, 100  
Європейський платіжний союз – 10  
Європейський фонд валютного співробітництва – 12, 13  
Європейський фонд розвитку – 12  
Європейська валютна угода – 10  
Євросистема – 51, 72, 73, 75, 78-84, 94-99, 102, 103, 110-113,  
115-118, 120, 121, 123-126, 127, 133, 159, 163, 165-168  
Євростат – 86, 101  
Єдина зона платежів у євро SEPA – 83-85  
Єдина спільна платформа – 98-99

Заробітна плата – 27, 31, 33, 38, 51, 69, 86, 140, 141, 158, 159,  
161, 163  
Зарплатна політика – 140, 141  
"Змія в тунелі" – 12  
Зовнішні шоки – 13, 27, 28, 30, 38, 39, 60, 68, 69, 132, 144,  
145, 159

Ієна – 47, 76, 107, 109, 119, 146, 150, 156, 164, 167  
Імпорт – 22, 26, 27, 33, 36, 47, 67, 135-137, 139, 140, 151, 156  
Імпортні ціни – 33, 67  
Інвестиції – 136, 139  
Інструкції ЄЦБ – 79, 88, 99, 96  
Інфляція – 14, 18, 27, 29-35, 60, 61, 63, 65, 68, 69, 76, 77, 118,  
132, 134, 136, 138-140, 146, 156-164, 167

Капітал ЄЦБ – 73-75, 80, 90, 91, 166, 168  
Керівна рада ЄЦБ – 73, 75, 79, 85, 88-91, 98, 114, 133, 158  
Ключові процентні ставки – 89, 114, 154, 157-159, 161-165  
Коефіцієнт резервування – 116  
Колекційні монети – 42  
Комерційні банки – 37, 56-59, 102, 103, 134, 169  
Комітет економічної політики – 101  
Комітет європейських регуляторів ринків цінних паперів – 83  
Комітет з платіжних та розрахункових систем – 84, 98

Комітет керівників центральних банків країн-членів ЄС – 16  
Конвергенція – 12, 16-18, 20, 28, 29, 31, 33, 34, 51, 59-61, 63,  
86, 101, 141, 168  
Контактна група з валютних операцій – 102  
Контактна група з грошового ринку – 102  
Контактна група з інфраструктури цінних паперів у євро –  
103  
Контактна група зі стратегії платежів у євро – 103  
Контрагенти Євросистеми – 78, 110-115, 117, 119-120, 122,  
123, 125-128, 163, 165-167  
Кореляція – 9, 27, 36, 65, 66, 68, 150, 151  
Кредити – 8, 12, 16, 37, 39, 47, 53, 66, 68, 78, 79, 81, 82, 90, 97,  
108, 110, 113-115, 117, 119, 120, 135, 128, 133-135, 139,  
156, 157, 162-166, 168  
Кредитний рейтинг – 118, 166  
Кредитні установи – 53, 56, 57, 78, 79, 81, 82, 90, 94, 97, 99,  
102, 108, 110-117, 133, 139, 146, 162, 168, 169  
Критерії конвергенції – 17, 28, 29, 34, 59, 61, 63, 144  
  
Ліквідні активи – 81, 113, 118, 166  
Лісабонська угода – 40, 51, 72, 90, 105, 145, 163  
  
Макроекономічний діалог – 101, 102, 141  
Маржинальний кредитний механізм – 112, 114, 116, 126, 157,  
165, 167, 168  
Механізм валютних курсів – 13, 16, 17  
Механізм валютних курсів 2 – 18, 51, 52, 63, 91, 95, 107, 108,  
Механізм середньострокової фінансової допомоги – 108, 167  
Міжнародний валютний фонд – 48, 75, 104, 107, 109  
Мінімальні обов'язкові резерви – 115-117, 168  
Місячний бюлетень – 85, 133  
Модель центральних банків-кореспондентів ССВМ – 83, 126,  
129  
Монетарний аналіз – 132, 133  
Монетарний дохід – 73, 75, 90, 94  
Монетарні агрегати – 133, 134, 156, 157, 158, 161,  
Монети – 20, 23, 24, 41-43, 51, 53, 54, 56-59, 66, 133

Надання ліквідності – 110-114, 117, 122-124, 162, 162, 165

Настанови ЄЦБ – 79, 88, 89

Неліквідні активи – 118, 119, 167

Операції аутрайт – 81, 111-113, 119

Операції на зворотній основі – 110-113

Операції тонкого налаштування – 111-113, 117, 121, 162, 166

Опитування – 24, 42, 66

Організація економічного співробітництва та розвитку – 48,  
104

Основні операції рефінансування – 90, 110, 112, 114, 115, 120,  
121, 156, 157, 158, 160-162, 164-168

Пакт стабільності та зростання – 18, 28, 141, 144

Паралельна валюта – 19, 24, 43, 44, 57-60, 66

Підробка – 20, 24, 41, 53, 97

План Вернера – 11-13

Платежі – 24, 30, 40-44, 52, 54, 83-86, 96-98, 103, 109, 113,  
116, 118, 134

Платіжний баланс – 27, 35, 36, 51, 78, 86, 101, 107, 108, 132,  
149, 161

Платіжні системи – 78, 83-84, 93, 96-98, 103-105

Поглинання ліквідності – 111, 112, 114, 123, 124, 162

Подвійні ціни – 41, 52-59, 66

Попит на гроші – 138

Постанови ЄЦБ – 79, 82

Постійні механізми – 110, 112, 114, 117, 165

Президент ЄЦБ – 80, 88-91, 100, 102, 105

Прив'язка курсу – 12, 13, 18, 19, 26, 27, 44-46, 60, 63, 67, 150,  
152, 160, 167

Прийнятні активи – 113, 114, 117-120, 126-128, 165, 166

Процедура надмірного дефіциту – 141, 144

Процентна ставка – 14, 18, 33-35, 37, 38, 40, 51, 61, 63, 76, 80,  
89, 110, 111, 113-116, 118, 121-125, 133-140, 146, 148-150,  
152, 157-159, 161-165, 167, 168

за основними операціями рефінансування – 111, 115, 157,  
158, 160-162, 164, 165, 167



Прямі іноземні інвестиції – 37, 67, 161, 165

Пулінгова системи – 128

Рада ЄС – 51, 73, 80, 85, 86, 100, 101, 141, 144

Рада з економічних і фінансових питань – 101, 103

Рекомендації ЄЦБ – 73, 80, 100

РЕПО – 113, 114, 116, 133, 134, 165

Ризики – 7, 14, 36-38, 40, 46, 76, 78, 84, 93, 96, 97, 102, 108, 109, 117, 120, 132, 133, 136, 140, 141, 145, 156, 158, 161, 162, 164, 166

Рішення ЄЦБ – 7, 79, 82, 89-92, 98, 114, 148, 161,

Розширення єврозони – 8, 19, 20, 24, 28, 40, 51, 52, 54, 55, 59, 65-67, 91, 168

Рух капіталу – 12, 16, 26, 39, 60, 67, 80, 109, 110, 161

Санкції – 18, 55, 82, 116, 117, 126, 141, 144

Світова фінансова криза – 7, 13, 40, 46, 63, 65, 66, 105, 144, 145, 162-168

Своп-пункти – 113, 121, 123-125

Система бруто-розрахунків у режимі реального часу – 83, 91

Система неперервних зв'язаних розрахунків CLS – 84

Системи розрахунків за цінними паперами – 83, 96, 103, 114, 126, 128

Споживання – 38, 41, 76, 134, 136, 137

Стабільність цін – 18, 30, 47, 51, 61, 63, 67, 76-78, 100, 107, 132, 133, 156, 157, 168

Структурні операції – 111-113, 121

Суд ЄС – 73, 89

ТАРГЕТ – 96, 97

ТАРГЕТ2 – 83, 84, 93, 97-99, 114, 115, 126, 128

ТАРГЕТ2-Секьюритіз T2S – 94, 99, 129

Тендер – 57, 58, 96, 117, 120-126

з фіксованою ставкою – 121, 124, 125, 162, 165, 167

зі змінною ставкою – 121-125, 162

стандартний – 111-112, 113, 117, 120, 126

швидкий – 111-112, 114, 120, 126

- Торгівля – 10, 16, 20, 23, 26, 31, 33, 36, 39, 44, 46, 53-56, 58,  
65-68, 107, 140, 146, 149-151, 159
- Транзакційні витрати – 14, 30, 36
- Трансмійсний механізм – 27, 68, 132, 134, 135, 137
- Угода про Європейський Союз – 16, 17, 40, 141, 145
- Угода про функціонування Європейського Союзу – 51, 72
- Фінансові результати** – 73, 75, 76, 90, 158, 159, 166
- Фінансові ринки** – 11, 12, 14, 16, 37-39, 47, 65, 66, 68, 81-83,  
86, 92, 93, 95, 96, 100-103, 105, 107-112, 115, 117, 118, 126,  
133, 134, 139, 145, 152, 157, 158, 160, 162-167, 169
- Фіскальна політика** – 12, 28, 34, 92, 101, 102, 132, 140-145
- Форекс** – 47
- Форум з фінансової стабільності** – 105, 166
- Фунт стерлінгів** – 16, 17, 47, 52, 107, 119, 146, 148, 164
- Ціни** – 8, 11, 18, 26, 27, 29-33, 36, 38, 41, 43, 46, 47, 51-63, 66,  
67, 69, 76-78, 85, 90, 98, 100, 107, 132-140, 146, 149, 156-  
159, 163, 166, 167, 168
- на активи – 33, 68, 113, 121, 123-125, 132, 134-138, 157
- на нафту – 29, 33, 68, 150-153, 156-159, 161, 163, 164
- Ювілейні монети** – 42

## ЛІТЕРАТУРА

### *Основна*

1. Буторина О.В. Международные валюты: интеграция и конкуренция / РАН; Институт Европы; Национальная валютная ассоциация. — М. : Деловая литература, 2003. — 368с.
2. Міжнародні фінанси: Підручник / О.І. Рогач, А.С. Філіпенко, Т.С. Шемет та ін.; за ред. О.І. Рогача. — К.: Либідь, 2003. — 784 с.
3. Петрович А.А. Валютная интеграция Европейского союза: опыт для стран СНГ / Государственное научное учреждение "Институт экономики НАН Беларуси" / В.Ф. Медведев (науч.ред.). — Минск : ИООО "Право и экономика", 2004. — 160с.
4. Шнирков О.І., Кузнецов О.В., Кульпінський С.В. Європейський валютний союз. — К.: ВПЦ "Київський ун-т", 2001. — 198 с.
5. Annual Report. 2008. — ЕСВ, 2009. — 284 p.
6. Annual Report on the Euro Area, 2009. European Economy 6/2009. — European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, 2009. — 83 p.
7. Chugaiev O.A. Monetary Policy of the European Union: Study Manual. — Kyiv.: Kyiv National Taras Shevchenko University, Institute of International Relations, 2009. — 90 p.

8. Five years of an enlarged European Union: economic achievements and challenges. European Economy No. 1/2009. – Luxembourg: Office for Official Publications of the European Communities, European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, 2009. – xiv, 228 pp.

9. Protocol on the Statute of the European System of Central Banks and of the European Central Bank ([http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/en\\_statute\\_2.pdf](http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/en_statute_2.pdf)).

10. Scheller H. The European Central Bank. History, Role and Functions, Second revised edition. – ECB, 2006. – 229 p.

11. The European Central Bank, the Eurosystem, the European System of Central Banks. – ECB, 2009. – 35 p.

12. The Monetary Policy of the ECB. – ECB, 2004. – 126 p.

13. Treaty on the Functioning of the European Union (<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2008:115:0047:0199:EN:PDF>)

14. The Implementation of the Monetary Policy in the Euro Area. General Documentation on Eurosystem Monetary Policy Instruments and Procedures. – ECB, September 2006. – 105 p.

15. Пошукова система наукових робіт РеПЕК (<http://www.repec.org>).

16. Сайт Генерального директорату Євростат  
(<http://epp.eurostat.ec.europa.eu>).

17. Сайт Генерального директорату з економічних та фінансових питань ([http://ec.europa.eu/economy\\_finance](http://ec.europa.eu/economy_finance)).

18. Сайт Європейського центрального банку  
(<http://www.ecb.int>).

19. Сайт "Основні норми законодавства ЄС"  
([http://europa.eu/legislation\\_summaries](http://europa.eu/legislation_summaries)).

### *Для поглибленого вивчення*

1. Боринець С.Я. Міжнародні валютно-фінансові відносини: Підручник. – К.: Т-во “Знання”, КОО, 1999. – 305 с.
2. Воротилова О.А. Международные валютно-кредитные отношения: Учеб. пособие. – Волгоград: ВолгГТУ, 2003. – 104 с.
3. Кузнецов О. Монетарна політика Великобританії: досвід подолання інфляції // Вісник НБУ. – 2008. – №10. С. 40-43.
4. Кузнецов О.В. Оцінка економічної ефективності Європейського валютного союзу // Економіка і прогнозування. – 2001. – N 4. – С. 113-127.
5. Мартинов А. Монетарний союз ЄС і виклики глобалізації // Людина і політика. – 2002. – N 2. – С. 44-52.
6. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения: Учебник / Под ред. Л.Н. Красавиной. – 2-е изд., перераб. и доп. - М.: Финансы и статистика, 2001. – 606 с.
7. Насадюк І.Б. Оцінка політики валютного курсу України з позицій теорії оптимальних валютних зон // Актуальні проблеми міжнародних відносин: Збірник наукових праць. – Вип. 72 (Ч.2). – К.: Київський національний університет імені Тараса Шевченка, Інститут міжнародних відносин, 2008. – С. 66–72.

8. Міжнародна економіка: Навчальний посібник / За ред. Козака Ю.Г., Новацького В.М. – К.: Центр навчальної літератури, Видавництво “АртЕк”, 2002. – 436 с.

9. Рокоча В.В. Міжнародна економіка: Навч. посібник.: У 2 кн. – К.: Таксон, 2003. – Кн. 2: Монетарна теорія міжнародної економіки. – 302 с.

10. Руденко Л.В. Міжнародні кредитно-розрахункові і валютні операції: Підручник. – Київ: ЦУЛ, 2003. – 616 с.

11. Світова економіка: Підручник / А.С. Філіпенко, О.І. Рогач, О.І. Шнирков та ін. - К.: Либідь, 2000. – 582 с.

12. Філіпенко А.С. Передумови переорієнтації гривні на валютну зону євро // Актуальні проблеми міжнародних відносин: Збірник наукових праць. – Вип. 71 (Ч.І). – К.: Київський національний університет імені Тараса Шевченка, Інститут міжнародних відносин, 2007. – С. 97–100.

13. Чугаєв О.А. Синхронність економічних циклів як передумова валютної інтеграції // Збірник наукових праць. Вип. 56 / Відповідальний редактор В.Є. Новицький. – К.: Інститут світової економіки і міжнародних відносин НАН України, 2008. – 173-183 с.

14. Чугаєв О.А. Наслідки вступу до ЄС для країн Балтії // Актуальні проблеми міжнародних відносин: Збірник наукових праць. – Вип. 59 (Ч.І). – К.: Київський національний університет

імені Тараса Шевченка, Інститут міжнародних відносин, 2006. – С. 129–135.

15. Шатров Е. Анализ поведения ЕСЦБ как коалиции // Мировая экономика и международные отношения. – 2008. – № 8. – С. 41-48.

16. Шемет Т.С. Міжнародні фінанси: Підручник / За заг. ред. А.А. Мазаракі. – К.: Київ. нац. торг.-екон. ун-т, 2000. – 336 с.

17. Экономика европейской интеграции: Учеб. пособие / Д.С. Зухба, Л.В. Сорокина, Г.А. Пономарева, Л.В. Руденко, Л.А. Леонова; Донец. нац. техн. ун-т, Нац. техн. ун-т "Харьк. политехн. ин-т", Восточноукр. нац. ун-т им. В.Даля. – Донецк, 2006. – 159 с.

18. Acosta Ch. Inflation Differentials and Business Cycle Fluctuations in the European Monetary Union. Working Paper 5/2007. – Macroeconomic Policy Institute, 2007. – 44 p.

19. Annual Report. 2005. – ECB, 2006. – 228 p.

20. Annual Report. 2006. – ECB, 2007. – 248 p.

21. Ariño M., Canela M. Study of the dollar-euro exchange rate. Working paper 620. – IESE Business School. University of Navarra, 2006. – 16 p.

22. Bajo-Rubio O. Insurance Mechanisms Against Asymmetric Shocks in a Monetary Union: A Proposal with an Application to EMU. – FEDEA, 2001. – 33 p.



23. Benito F, León A., Nave J. Modeling the Euro Overnight Rate. Working Paper WP-AD 2006-11. – Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, 2006. – 53 p.

24. Bonpasse M. The Single Global Currency. Common Cents for the World. – Newcastle, Maine: Single Global Currency Association, 2006. – 408 p.

25. Ca'Zorzi M., De Santis R. The Impact of the Introduction of the Euro on Foreign Exchange Rate Risk Exposures. EUI Working Paper No. 2004/31. – European University Institute. Robert Schuman Centre for Advanced Studies. Pierre Werner Chair on European Monetary Union, 2004. – 28 p.

26. Campa J.M., Goldberg L.S., González-Mínguez J.M. Exchange Rate Pass-Through to Import Prices in the Euro Area. Staff Report no. 219. – Federal Reserve Bank of New York, September 2005. – 37 p.

27. Canale, R.R. Central bank reaction to public deficit and sound public finance: the case of the European Monetary Union. Paper No. 8789. – MPRA, 2008.– 20 p.

28. Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Central Bank, the European Economic and Social Committee, and the Committee of the Regions. Ninth Report on the practical preparations for the future enlargement

of the euro area. – Brussels, Commission of the European Communities, 21 December 2009. – 8 p.

29. Commission Staff Working Document. Accompanying document to the Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Central Bank, the European Economic and Social Committee, and the Committee of the Regions. Ninth Report on the practical preparations for the future enlargement of the euro area. SEC(2009) 1703. – Brussels: Commission of the European Communities, 21 December 2009. – 19 p.

30. Convergence Report. May 2008 – ECB, 2008. – 263 p.

31. Cuaresma J.C., Breitenfellner A. Crude Oil Prices and the Euro-Dollar Exchange Rate: A Forecasting Exercise. Working Paper in Economics and Statistics 2008-08. – University of Innsbruck, 2008. – 25 p.

32. Dreger Ch., Wolters J. Investigating M3 Money Demand in the Euro Area – New Evidence Based on Standard Models. Discussion Paper 561. – Berlin: German Institute for Economic Research Berlin, March 2006. – 22 p.

33. Dreger Ch., Wolters J. Money Velocity and Asset Prices in the Euro Area Discussion Paper 813. – Berlin: German Institute for Economic Research, September 2008. – 23 p.

34. Economic Crisis in Europe: Causes, Consequences and Responses. European Economy 7/2009 – European Commission. Directorate-General for Economic and Financial Affairs, 2009. – 90 pp.

35. European Monetary and Financial Integration: Evolution and Prospects. – The European Money and Finance Forum, Vienna 2004. – 80 p.

36. Evans K., Speight A. International Macroeconomic Announcements and Intraday Euro Exchange Rate Volatility. Working Paper A2007/4. – Cardiff Business School, September 2007. – 28 p.

37. Ferreira C. The Credit Channel Transmission of Monetary Policy in the European Union. Working Paper WP 08/2009/DE/UECE. – Technical University of Lisbon, School of Economics and Management, Department of Economics, 2009. – 9p.

38. Governing Council Decisions on Non-Standard Measures // ECB Monthly Bulletin, June 2009. P. 9-10.

39. Guideline of the European Central Bank of 31 August 2000 on monetary policy instruments and procedures of the Eurosystem. ECB/2000/7. – 102 p.

40. Guideline of the European Central Bank of 21 November 2008 on temporary changes to the rules relating to eligibility of collateral. ECB/2008/18. – 2 p.

41. Hayo B. Is European Monetary Policy Appropriate for the EMU Member Countries? A Counterfactual Analysis. Marburg Pa-

pers on Economics No. 10-2006. – Philipps-University Marburg, 2006. – 33p.

42. Hein E., Truger A. European Monetary Union: Nominal Convergence, Real Divergence and Slow Growth? An investigation into the effects of changing macroeconomic policy institutions associated with monetary union. WSI Discussion Paper No. 107. – The Hans Böckler Foundation, September. 2002. – 33 p.

43. Hein E., Truger A. Macroeconomic co-ordination as an economic policy concept – opportunities and obstacles in the EMU. WSI Discussion Paper No. 125. – The Hans Böckler Foundation, June 2004. – 35 p.

44. How the Euro Became Our Money. A Short History of the Euro Banknotes and Coins. – ECB, 2007. – 91 p.

45. Hellwig M. Switzerland and Euroland: European Monetary Union, Monetary Stability and Financial Stability // Preprints of the Max Planck Institute for Research on Collective Goods 2007/9, Bonn, 2007. – 36 p.

46. Jonung L., Drea E. The euro: It can't happen. It's a bad idea. It won't last. US economists on the EMU, 1989 – 2002. Economic Paper 395. – European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, December 2009. – 53 p.

47. Key indicators for the Euro Area. 14-Jan-10.– DG ECFIN Research Directorate, 2010. – 14 p.

48. Kramp P., Thamsborg S. Real Convergence in the New EU Member States // Danmarks Nationbanks Monetary Review. – 2008. – vol. XLVII. – No.3. – P. 77-88.

49. Krause S. Measuring Monetary Policy Efficiency in European Union Countries: The Pre-EMU Years, October, 2004. – 35 p. (<http://userwww.service.emory.edu/~skrause/pdf/poleff01.pdf>)

50. Lamfalussy A. Central banks, governments and the European monetary unification process. BIS Working Paper No 201. – Monetary and Economic Department. Bank for International Settlements, February, 2006. – 13 p.

51. Ledesma-Rodríguez F., Navarro-Ibáñez M., Pérez-Rodríguez J., Sosvilla-Rivero S. The Credibility of the European Monetary System: A Review. Estudios sobre la economía Española, EEE 179. – FEDEA, March 2004. – 25p.

52. Maier Ph., Hendrikx M. Implications of EMU enlargement for European monetary policy: A political economy view, MEB Series 2002-4. – Netherlands Central Bank, Monetary and Economic Policy Department, 2002. – 22 p.

53. Mayordomo S., Peña J.I., Schwartz E.S. Towards a Common European Monetary Union Risk Free Rate. Working Paper 15353. – Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, September 2009. – 60p.

54. Monthly Bulletin. – ECB, January 2008. – 211 p.

55. Monthly Bulletin. – ECB, November 2009.– 230 p.
56. Monthly Bulletin. – ECB, January 2010.– 102 p.
57. Ohr R. European Monetary Union at Ten: Had the German Maastricht Critics Been Wrong? Discussion Paper No. 141. – University of Goettingen, May 2009. – 24 p.
58. Orlowski L. Exchange Rate Risk and Convergence to the Euro. Working paper B 25 2004. – Center for European Integration Studies. Rheinische Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn, 2004. – 34 p.
59. Pelagidis Th., Toay T. Expensive Living: The Greek Experience under the Euro. Working Paper No. 484. – The Levy Economics Institute of Bard College, 2006. – 23p.
60. Price stability: why is it important for you? Teachers' booklet. – European Central Bank, 2009. – 85 p.
61. Quarterly Report on the Euro Area. Volume 8. No 4. – Economic and Financial Affairs Directorate-General. European Commission, 2009. – 65 p.
62. Ravenna F. European Monetary Union as a Commitment Device for New Member States. Working Paper No. 516. – European Central Bank, August. 2005. – 46 p.
63. Regling K., Deroose S., Felke R., Kutos P. The Euro After Its First Decade: Weathering the Financial Storm and Enlarging the

Euro Area. ADBI Working Paper No. 205. – Tokyo: Asian Development Bank Institute, March 2010 – 37 p.

64. Regulation No 1745/2003 of the European Central Bank of 12 September 2003 on the application of minimum reserves. ECB/2003/9. – 12 p.

65. Reszat B. How has the European Monetary Integration Process Contributed to Regional Financial Market Integration? HWWA Discussion paper 221. – Hamburg Institute of International Economics, 2006. – 58 p.

66. Review of the International Role of the Euro. – ECB, June 2007. – 79 p.

67. Sardoní C., Randall Wray L. Monetary Policy Strategies of the European Central Bank and the Federal Reserve Bank of the U.S. Working Paper No. 431. – The Levy Economics Institute of Bard College, 2005. – 20 p.

68. Statistics Pocket Book. – ECB, January 2008. – 53 p.

69. Sturm J.-E., Fritsche U., Graff M., Lamla M., Lein S., Nitsch V., Liechti D., Triet D. The euro and prices: changeover-related inflation and price convergence in the euro area. Economic Papers 381. – European Commission. Directorate-General for Economic and Financial Affairs, June 2009. – 231 p.

70. The euro in an enlarged European Union. From fragmentation to integration. –European Commission. Directorate-General for Economic and Financial Affairs, 2005. – 4 p.

71. The Treaty Establishing the European Community (<http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/ce32120061229en00010331.pdf>).

72. Thimann Ch. Global Roles of Currencies. Working Paper No 1031/2009. – European Central Bank, March 2009. – 36 p.

73. Treaty of Lisbon (<http://eur-lex.europa.eu/JOHtml.do?uri=OJ:C:2007:306:SOM:EN:HTML>)

74. Van Poeck A. One Money and Fifteen Needs. Inflation and Output Convergence in the European Monetary Union. Research paper 2009-001. – University of Antwerp, Faculty of Applied Economics, Department of Economics, February 2009. – 22p.

75. What drives inflation in the New EU Member States? Proceedings of the workshop held on 22 October 2008. Occasional Papers 50. – Directorate-General for Economic and Financial Affairs, European Commission, July 2008. – 150 p.

76. Zumaquero A., Rivero S. Macroeconomic Instability in the European Monetary System, Documento de trabajo E2006/06. – Centro de Estudios Andaluces. Consejería de la Presidencia, 2006. – 27 p.



Навчальне видання

ЧУГАЄВ Олексій Анатолійович

# ВАЛЮТНА ІНТЕГРАЦІЯ В ЄВРОПЕЙСЬКОМУ СОЮЗИ

Навчальний посібник

НБ ПНУС



770379

*Редактор Мельничук Н.Ю.*

*Фото на задній обкладинці В.І.Демчик*



Підписано до друку 16.07.10. Формат 60x84<sup>1/16</sup>. Вид. № 523.  
Гарнітура Times. Папір офсетний. Друк офсетний.  
Наклад 300. Ум. друк. арк. 11,16. Обл.-вид. арк. 12,0. Зам. № 210-5321

Видавничо-поліграфічний центр "Київський університет"  
01601, Київ, б-р Т.Шевченка, 14, кімн. 43  
☎ (38044) 239 32 22; (38044) 239 31 72; тел./факс (38044) 239 31 28  
Свідоцтво внесено до державного реєстру ДК № 1103 від 31.10.02