

Поштар Є.*

ВАЛЮТНО-ФІНАНСОВА ІНТЕГРАЦІЯ ЄС І ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ ЄВРОПЕЙСЬКОЇ ФІНАНСОВОЇ КОНВЕРГЕНЦІЇ

Стаття присвячена аналізу сучасних умов та стадій розвитку валютно-фінансової інтеграції в Європейському Союзі, даються характеристики її важливим тенденціям та перспективам розвитку.

Ключові слова: Європейський валютний союз, валютно-фінансова інтеграція, критерії конвергенції, фінансова глобалізація.

Статья посвящена анализу современных условий и стадий развития валютно-финансовой интеграции в Европейском Союзе, даются характеристики ее важнейшим тенденциям и перспективам развития.

Ключевые слова: Европейский валютный союз, валютно-финансовая интеграция, критерии конвергенции, финансовая глобализация.

The article deals with an analysis of modern conditions and stages of currency-financial integration development in EU, the contemporary tendencies of the processes and the perspectives were defined.

Key words: the European Monetary Union, currency-financial integration, criteria of convergence, financial globalization.

Постановка проблеми. Сьогодні у світі нараховується понад 300 інтеграційних об'єднань, проте більшість з них знаходяться у стадії формування зони вільної торгівлі або митного союзу. Разом з тим, елементи валютно-фінансової інтеграції на сучасному етапі знаходять потужний стимул для свого розвитку. Країни ЄС проходять чітко розроблену і строго контрольовану поетапну інтеграцію в єдиний економічний простір на основі принципу всесторонньої конвергенції. Високий якісний рівень системної взаємозалежності національних фінансових систем та ринків з міжнародними складає суть фінансової глобалізації. Масштаби глобалізації економіки і фінансів сучасного світового господарства можна проілюструвати наступним чином: за період 1980-2007 рр. об'єм міжнародної торгівлі зріс у 1,47 рази, прямих іноземних інвестицій у 9,5 рази, міжнародних вимог у 4,8 рази, а глобального потоку капіталу у 7,4 рази [1, р. 5]. Генезис єдиного західно-європейського простору супроводжується все більш складними формами конвергенції – від митно-тарифної і техніко-технологічної до валютно-кредитної і господарсько-правової. Європейська валютна система (ЄВС) є системою штучно підтримуваних валютних курсів її учасників із відхиленням $\pm 2,25\%$ відповідно до механізму валютних курсів (МВК). Для єдиного ринку бажаним є уникнення інфляції та невизначеності, пов'язаних із коливанням валютних курсів. Нагадаємо, що екю не стала валютою торгівлі, хоча інвестиції в

* здобувач кафедри міжнародного бізнесу Інституту міжнародних відносин Київського національного університету імені Тараса Шевченка

Науковий керівник: проф. Ступницький О.І.

облігаціях екю поширилися у міжнародній практиці. У разі спекулятивної атаки, коли ринки намагаються виштовхнути валюту на її зону в МВК, першою лінією захисту вважається інтервенція на іноземних валютних ринках — продаж або купівля валюти з метою утримання її стабільності. Якщо країна зазнає дефіциту платіжного балансу, спричиненого зменшенням обсягів експорту, вона має замість девальвації вдаватися до дефляційної фіскальної політики. Якщо країна зазнає дефіциту платіжного балансу, спричиненого зменшенням обсягів експорту, вона має замість девальвації вдаватися до дефляційної фіскальної політики. Рух у напрямі ЄВС спирається на міцну підтримку багатьох членів ЄС, проте його мета — союз з єдиною валютою і системою постійної фіксації валютних курсів і Центральним банком на зразок Європейської федеральної резервної системи — становить предмет складних переговорів.

Аналіз досліджень і публікацій. Дійсно, дослідження фінансової глобалізації та міжнародної фінансової інтеграції здійснюються на основі різних методологічних та теоретичних підходів – теорії фінансових ринків, міжнародних інвестицій, міжнародного руху капіталу та інші. У працях як західних економістів – С.Валдеса, Д.Лувеліна, Ф.Моліно, М.Обсфельда, Дж.Стігліца, Д.Нодріка, так і вітчизняних – О.Білоруса, В.Будкіна, А.Поручника, А.Румянцева, А.Філіпенка досліджуються зміст та чинники міжнародного руху капіталу та міжнародної фінансової інтеграції. Тенденції розвитку валютно-фінансової інтеграції країн ЄС і СНД вивчала низка науковців. До найвідоміших можна віднести К. Астапова, В. Зінчука, С. Пилипенка, Н. Федулову, Д. Михайлова, О. Шниркова. Хоча валютна інтеграція і є частиною економічної інтеграції, вона не повинна розглядатися тільки як завершальна стадія інтеграційного процесу. У цьому автор погоджується з рядом зарубіжних економістів [2], які вказують на те, що координація валютної політики та інтеграція фінансових ринків не повинна відкладатися до завершення формування стадії митного союзу, однак повинна бути обумовлена фундаментальними потребами економіки та фінансових систем.

Мета статті – дослідити використання нових форм валютно-фінансової інтеграції країн Єврозони, науково обґрунтувати шляхи фінансової конвергенції та розвитку фінансової системи ЄС.

Виклад основного матеріалу. Сучасну європейську валютно-фінансову інтеграцію слід виділяти як особливу форму міжнародної фінансової інтеграції з власними суттєвими особливостями і характерними рисами. По-перше, вона розвивається на основі створення єдиного ринку капіталів в рамках ЄС і на єдиній монетарній основі – валютному союзі країн Єврозони. По-друге, вона має єдину регуляторну основу, що сприяє як гармонізації законодавчих, регуляторних, наглядових умов діяльності фінансових інститутів у різних країнах ЄС (Financial Services Action Plan – FSAP), так і створенню комплексу регуляторних заходів з метою інтеграції європейських фінансових ринків, створення сильних та ліквідних ринків капіталу в Європі та ефективної конкуренції для задоволення потреб споживачів. По-третє, вона сприяє створенню ефективних загальноєвропейських платіжних систем, інтеграції ринків банківських послуг, страхування, фінансових інструментів та управління фінансовими активами (asset management).

З цим безпосередньо пов'язаний подальший розвиток «вглиб» Єдиного Європейського Платіжного простору (Single European Payment Area – SEPA) на всій території ЄС, в рамках якої компанії та інші клієнти банків вже здійснюють та отримують платежі у євро за єдиними базовими умовами в Єврозоні. Це сприяє не тільки підвищує ефективність міжнародних розрахунків, нівелює різницю між внутрішнім та трансграничним рухом капіталу, розширює сегмент загальних фінансових інструментів та процедур між-

народних трансакцій, а й дозволяє країнам ЄС заощаджувати на зменшенні трансакційних витрат від руху капіталу між країнами Єврозони до 2%-3% їх сукупного ВВП [3, р. 31].

Відомо, що теоретичну основу валютно-фінансової інтеграції заклад у 1961 р. лауреат Нобелівської премії Р. Манделл, який визначив основу критеріїв так званої оптимальної валютної зони – певних передумов, яких мають дотримуватися члени валютного союзу для запобігання негативних наслідків зовнішніх шоків [4] Ця теорія заклала основу ряду досліджень у галузі формування валютних союзів, під якими маються на увазі, у загальному сенсі, географічна область з жорсткою фіксацією валютних курсів, критеріїв ефективного здійснення макроекономічної політики у рамках окремого об'єднаного простору і стала визначальною для валютно-фінансової інтеграції у Європі. Згідно теоретичним розробкам на основі цих критеріїв країни повинні оцінити вигоди та видатки при входженні у валютну зону та прийняти рішення про доцільність валютної інтеграції.

До числа економічних вигод від транскордонного обігу валют (згідно із теорією оптимальної валютної зони Р. Манделла) належить більш висока прозорість цін, зниження трансакційних витрат, зменшення невизначеностей для інвесторів, зростання конкуренції. Єврокомісія оцінила ці вигоди як достатньо відчутні – 0,5 % від сукупного ВВП.

Видатки на впровадження спільної валюти розпочинаються з витрат на початкову заміну одиниць обліку і конвертацію невиконаних фінансових контрактів у єдину валюту. Проте це відносно невеликі загальні й одноразові видатки. Вагоміші для суспільства психологічні втрати, коли держава відмовляється від суверенітету над своєю валютою і впроваджує євро, замінюючи історичну національну валюту. Найпроблематичнішою є ціна втрат спроможності змінювати номінальний валютний курс країни з метою регулювання платіжного балансу і здійснення незалежної монетарної політики для стабілізації рівня доходу і цін у державі. За наявності мобільного капіталу європейські країни технічно могли б підтримувати фіксовані валютні курси за допомогою узгодженої монетарної політики, але вони й надалі здійснювали б незалежну фіскальну політику.

У той же час слід зазначити щодо історичної справедливості, що європейські країни більшості критеріїв (достатня ступінь мобільності факторів виробництва, достатня ступінь відкритості і диверсифікації економіки країн, інтенсивна торгівля у середині об'єднання, кореляція шоків тощо) не відповідали. Більш того, прийняття рішення про вступ до європейського валютного союзу у Європі відбувалося, як правило, через загальні референдуми у країні-претендентів, а формальні критерії у європейському економічному і валютному союзі («критерії конвергенції» Маастрихтських угод) суттєво різняться від критеріїв, що запропоновані теорією оптимальних валютних зон. Європейський досвід свідчить, що дотримання критеріїв оптимальності не є суворою умовою для формування економічного і валютного союзу. Дослідження, що були проведені ще на початку нового тисячоліття засвідчили існування так званої ендогенності критеріїв оптимальних валютних зон, у відповідності з якою утворення валютного союзу має позитивний вплив на наближення показників країн до оптимальності [5].

Накопичений багаторічний досвід інтеграційної взаємодії свідчить, що як тільки світові ринки капіталу увійшли у стадію активного зростання, європейські країни зосередили свої зусилля на лібералізації внутрішніх ринків капіталу і об'єднанні фінансових систем. Нагромаджені зовнішні активи та зобов'язання країн, як основні показники сучасного руху міжнародних потоків капіталу, відіграють суттєву роль у фінансовій інтеграції. У доповіді експертів МВФ щодо вигод економічної глобалізації зазначається: «Рівень фінансової глобалізації/інтеграції/відкритості країни є багатоплановою концеп-

цією, що використовується відносно розміру загального обсягу зовнішніх активів та зобов'язань, потенціалу загальних чистих потоків (це є різниця між заощадженнями та інвестиційними потоками), або як відсутність арбітражних можливостей між дохідністю на активи у різних країнах» [6, р. 5].

У сучасній економічній літературі виділяють наступні показники фінансової інтеграції [7, р. 24-25]:

- масштаб міжнародного руху капіталу;
- кореляція цін фінансових активів на міжнародних та національних ринках;
- кореляція базисних ринкових параметрів міжнародних ринків (ставки ЛІБОР, фондові індекси та інше);
- ступінь лібералізації національних фінансових ринків;
- співвідношення зовнішніх та внутрішніх інвестицій;
- питома вага іноземного капіталу в національній фінансовій системі;
- зовнішні запозичення приватного сектору.

Проте, кожен окремо узятий показник у достатній мірі не описує суть міжнародного процесу фінансової інтеграції. Лише у взаємопов'язаності і системності взаємодії вказані показники відображають ступінь взаємозалежності і узгодженості функціонування національних та міжнародних фінансових ринків. Їх синтез та питома вага у градації впливу на фінансову інтеграцію визначають її рівень і ступінь конвергенції національних і міжнародних фінансових ринків, векторну різноплановість фінансової глобалізації. З одного боку, зростання обсягів фінансових активів і фінансової ліквідності на міжнародних фінансових ринках, офіційних резервів і заощаджень приватного сектору безпосередньо впливають на стан міжнародної фінансової системи, інфляцію та курси основних валют, динаміку світових товарних ринків та темпи зростання глобальної економіки. З іншого – випереджаюче зростання обсягів міжнародної ліквідності та мобільності капіталу у порівнянні з світовим ВВП та міжнародною торгівлею, зміна регіональної структури міжнародного руху капіталу, присутність іноземного капіталу на національних фінансових ринках, посилення конкуренції на світових фінансових ринках між національними та міжнародними фінансовими інститутами пов'язано зі зростанням обсягів та диференціацією структури попиту на зовнішні фінансові ресурси, арбітражної вартості та трансакційних витрат на зовнішні залучення.

Інституційно-регуляторні чинники, такі як лібералізація національних фінансових ринків і гармонізація національного регулювання фінансових ринків з міжнародними нормами, створення зон вільного руху капіталу та фінансової інтеграції переважно у рамках регіональних інтеграційних угруповань призводить до змін валютної структури міжнародних фінансових інструментів та офіційних резервів, тенденцій валютних курсів, створення нових валютних союзів. Свій внесок у процес фінансової інтеграції вносять і інноваційні чинники – розвиток міжнародних систем електронних фінансових трансакцій, глобальних депозитарних розписок, єврооблігацій, поширення глобальних та трансграничних за природою фінансових інструментів.

Дійсно, сьогодні різновекторність динаміки світового фінансового ринку визначається низкою особливостей, притаманних процесу глобалізації останнього десятиліття. Сучасні глобальні фінансові дисбаланси, що знаходять своє відображення у постійному негативному сальдо поточного рахунку платіжного балансу у країнах-імпортерах енергії та сировини та позитивному у країнах експортерах нафти та сировини досить суттєво впливають на нестабільність валютних курсів та трансграничні фінансові потоки. Паралельно відбувається нагромадження офіційних валютних резервів у країнах-експортерах

нафти, а частина надлишкових резервів інвестується у економіки промислово розвинених країн через так звані «фонди суверенного багатства», які знаходяться під державним контролем. Суперечливість цих процесів особливо виявилася у період, по-перше, зниження курсу долара США, яке негативно відобразилося на курсах інших валют та валютній структурі фінансових інструментів на міжнародних ринках. По-друге, значного зниження вартості фінансових активів у багатьох розвинених країнах, падіння попиту на ринках міжнародних запозичень, значних збитків фінансових інституцій, започаткованих кризою іпотечних кредитів та іпотечних облігацій у США.

Базисом світової фінансової системи був і залишається «золотий квартет» – сукупність фінансових посередників, фінансових ринків, фінансової інфраструктури та інституційно-регуляторних умов. Ефективність останніх у значній мірі залежить від вибору шляху та форм фінансової інтеграції, тобто, наприклад, лібералізація фінансових ринків залежить від зміни регуляторних умов, переходу від переважно рестриктивного до ліберального режиму фінансових операцій і побудови інституційної інфраструктури його підтримки.

Основним показником міжнародної фінансової інтеграції є міжнародна інвестиційна позиція країни, тобто, зовнішні аспекти розвитку національних фінансових систем, характеристики обсягу, структури та балансу активів та міжнародних зобов'язань країни. Складовими цього основного показника є кількісні параметри:

- порівняння розвиненості з іншими національними фінансовими системами за показниками активів фінансових інститутів та обсягів фінансових послуг по відношенню до ВВП та на душу населення;
- режим доступу національних економічних агентів на міжнародні фінансові ринки;
- баланс міжнародного руху капіталів – приток та відплив капіталу за його основними формами;
- баланс міжнародних активів та міжнародних зобов'язань;
- обсяг на структура зовнішніх запозичень приватного сектору;
- рівень лібералізації фінансових ринків;
- відкритість та форми взаємодії з міжнародними та іншими національними фінансовими ринками;
- рівень гармонізації та імплементації положень міжнародних угод та конвенцій, європейського фінансового регулювання до національного законодавства та фінансового регулювання.

Практика виміру ступеня (рівня) фінансової інтеграції базується на основних параметрах взаємодії (тісноті зв'язку) національних та міжнародних фінансових ринків. Існує декілька підходів до вимірювання рівня міжнародної фінансової інтеграції, проте основними є три [8, р. 31-32].

1. Використання показників, що базуються на кількісних параметрах (наведених вище).

2. Використання показників, що базуються на цінах на фінансові активи (кореляція відсоткових ставок та фондових індексів на різних ринках, спреди державних та корпоративних облігацій в різних країнах, співвідношення доходності та ризику фінансових інструментів у різних країнах та інші).

3. Використання показників, що характеризують співвідношення внутрішніх заощаджень та інвестицій, яке, у свою чергу, характеризує частку інвестицій за рахунок зовнішніх джерел.

Висновки. Сучасний етап фінансової та валютно-фінансової інтеграції країн ЄС можна виміряти наступними складовими: використання країнами можливостей міжна-

родних фінансових ринків для ефективної алокації капіталу та зменшення ризиків; збільшення транспарентності фінансових ринків та відповідно зменшення асиметрії фінансової інформації, зниження трансакційних витрат; зростання вимог до макроекономічної стабільності та інституційного розвитку країн як необхідних умов притоку капіталу; розширення прямого доступу економічних агентів до міжнародних фінансових ринків; зростання міжнародної конкуренції як чинника зниження вартості та зростання якості фінансових послуг. Європейський «Євроленд» передбачає, що євро має значні резерви потенційних змін майбутнього європейського і фінансового ринків, трансформації багатовалютної міжнародної валютної системи в три- чи навіть у двополосну систему. Хоча закінчить своє існування досить дохідний бізнес на операціях з обміну валют, але з'являться нові види торгівлі іноземними валютами (наприклад валютами «перехідних» економік). В перспективі – втрачаються два ефективних інструменти економічного регулювання – незалежної грошової політики і самостійного встановлення обмінних курсів.

Список використаних джерел

1. Globalization: A Brief Overview. – IMF Issues Brief. 02/2008, May 2008. – 214 p.
2. Евстигнеев В.Р. Финансовый рынок в переходной экономике. – М.: Эдиториал УРСС. – 2000 – 240 с.; Wang, Y., Wing T.W. A Timely Information Exchange Mechanism, an Effective Surveillance System, and an Improved Financial Architecture for East Asia // Monetary and Financial Integration in East Asia: The Way Ahead. – 2004. – Volume 2, Asian Development Bank – С. 425-458; R. Langhammer. The Asian Way of Regional Integration: Are there Lessons from Europe?/ Kiel Economic Policy Papers – Keil.: Kiel Institute for the World Economy -2005. – 24 с.
3. The SEPA: An Integrated retail payment market. – European Central Bank., Frankfurt. – 2010. – 144 p.
4. Robert A. Mundell. A Theory of Optimum Currency Areas // The American Economic Review. – Vol. 51, Issue 4. (Sept. 1961). – С. 657-665.
5. Glick R., Rose A. Does A Currency Union Affect Trade? The Time Series Evidence // NBER Working Paper. № 8396.–Кембридж, 2001. – <http://www.nber.org/papers>.
6. Reaping the Benefits of Financial Globalization. – IMF. Washington, 2007. – 112 p.
7. Financial Risks, Stability and Globalization. – Ed. By Johnson O. – Wash., IMF. – 2002. – 110 p.
8. Global Financial Stability Report. March. 2010. – IMF, Wash. – 2010. – 215 p.