

**Європейська економічна інтеграція**

Назарій ЛИПКО

**ОЦІНКА ТЕОРІЇ  
«ОПТИМАЛЬНИХ ВАЛЮТНИХ ЗОН»  
У ЄВРОПЕЙСЬКОМУ СОЮЗІ****Резюме**

Здійснено спробу переосмислення оптимальної валютної зони в Європейському Союзі та перспектив її розширення у сучасних економічних умовах. Аналіз виконано на прикладі країн Центральної і Східної Європи, які приєдналися до єврозони останніми роками. Мета дослідження – здійснити порівняльний аналіз показників економічної діяльності країн, що є членами єврозони, із відповідними показниками країн, які не є членами єврозони, щоб визначити, чи може запровадження спільної валюти і централізованої монетарної політики забезпечити кращий захист національної економіки від зовнішніх шоків (зокрема, криз платіжного балансу), ніж збереження національної валюти і реалізація незалежної монетарної політики. Це водночас дало змогу з'ясувати, чи існує досі оптимальна валютна зона у Європейському Союзі і який її потенціал щодо розширення та створення вигод для своїх майбутніх членів. Результати дослідження доводять, що єврозона все ще може вважатись оптимальною валютною зоною в заданих межах з потенціалом до подальшого розширення.

---

© Назарій Липко, 2023.

Липко Назарій, аспірант, Економічний факультет, Львівський національний університет імені І. Франка; Начальник відділу управління активами, КУА «Портфельні інвестиції», Львів, Україна. ORCID: 0000-0003-1965-674X Email: nazar.lypko@gmail.com

### Ключові слова

Платіжний баланс; оптимальна валютна зона; валютний курс; політика регулювання; міжнародна економіка; фіскальна політика; монетарна політика.

Класифікація за JEL: F36, F45.

13 рисунків, 6 таблиць, 17 посилань.

### Постановка проблеми

У контекстуальних рамках своїх досліджень Роберт Манделл (1961) визначав оптимальну валютну зону як таку валютну зону, для якої витрати, пов'язані із відмовою від використання валютного курсу як внутрішнього інструменту економічного регулювання, поступаються вигодам від запровадження єдиної валюти або фіксованого валютно-курсного режиму (Ricci, 1997, ст. 5). На думку Р. Манделла (Mundell, 1961), різні регіони можуть досягати макроекономічної рівноваги (у т. ч. із зовнішньою рівновагою) через впровадження єдиної валюти в межах оптимальної валютної зони за умови, що мобільність факторів виробництва, особливо робочої сили, є високою. Періодичні кризи платіжного балансу стали невід'ємним елементом міжнародної економіки внаслідок використання фіксованих валютних курсів в умовах негнучких цін і заробітної плати. Науковець вважав, що запровадження оптимальної валютної зони з єдиною валютою може запобігти виникненню кризи платіжного балансу.

Запровадження спільної валюти, що є умовою для створення оптимальної валютної зони, формує переваги для країн-учасниць такого утворення. По-перше, досягається вищий рівень мобільності капіталу та інших факторів виробництва. По-друге, двостороння торгівля між країнами значно зростає через зниження трансакційних витрат. Багато економістів вказували на те, що присутність кордонів між країнами призводить до скорочення міжнародної

торгівлі на 30% навіть за відсутності серйозних обмежень для торгівлі, що пояснюється використанням країнами різних валют (Alesina, 2002). По-третє, мінімізуються ризики, пов'язані із валютним курсом. Також можна говорити про більш стабільні й однорідні фінансові ринки, вищий рівень фіскальної дисципліни, кращий доступ до більших обсягів централізованого фінансування. Крім цього, існують так звані «переваги взятих на себе зобов'язань» – коли країна впроваджує спільну валюту, вона зобов'язується виконувати конкретні вимоги, що стосуються в т. ч. фіскальної і монетарної дисципліни (у випадку євросони – це так звані «маастрихтські критерії»). Виконання таких критеріїв – це необхідна умова для вступу України до євросони. Дотримання вказаних критеріїв дає змогу країні покращити фіскальну дисципліну, знизити державний борг і бюджетний дефіцит, а також визначити розумні цілі для макроекономічної політики.

Найбільш імовірним недоліком участі у спільній валютній зоні для країни є необхідність відмовитися від незалежної монетарної політики і дотримуватися спільної стабілізаційної політики. З одного боку, така стабілізаційна політика може бути більш ефективною хоча б тому, що країна отримує доступ до значно більшого обсягу ресурсів. З іншого боку, країна втрачає незалежність монетарної політики, що обмежує її можливості досягнення власних економічних цілей. Зокрема, валютний курс більше не може використовуватися як інструмент політики регулювання, як це зазвичай було у транзитивних економіках (Darvas, 2019). Отже, країна не зможе девальвувати свою національну валюту з метою досягнення вищого рівня міжнародної конкурентоспроможності національної економіки, що може позначитися на її економічному розвитку.

Валютні союзи можуть створювати не вигідні умови навіть для своїх найбільш успішних учасників. Деякі країни не мають бажання відмовлятися від незалежної, хоч деколи й неефективної, монетарної політики, але водночас прагнуть зберегти доступ до централізованого стабілізаційного фінансування. Внаслідок цього виникає ситуація, коли одні країни мають фінансувати макроекономічні дисбаланси інших країн. Більш стабільні й забезпечені країни валютного союзу часто змушені покривати збитки, спричинені неналежною економічною політикою їхніх менш успішних сусідів. Ціна, яку платять ці суспільства за надання підтримки існуванню й подальшому розширенню такого валютного союзу, може бути занадто високою, що викликає політичні дискусії щодо потреби в подальшому існуванні такої валютної зони.

Ефективність єдиної валютної зони варто оцінювати з позицій економічних переваг, які вона створює для своїх учасників: макроекономічні показники країни, що знаходиться в середині такої зони, мали би бути кращі, ніж в інших країнах поза її межами. Тобто вигоди від запровадження єдиної валюти мають бути більші, ніж витрати, пов'язані із відмовою від незалежної монетарної політики. Водночас особливу увагу потрібно звертати на можливість настання кризи платіжного балансу та здатність національної економіки

реагувати на зовнішні шоки. Участь у валютній зоні має забезпечити країні можливість упередити настання кризи платіжного балансу або принаймні знизити негативні наслідки такої кризи для національної економіки.

Мета статті – з'ясувати шляхом порівняльного аналізу показників економічної діяльності країн, що є членами єврозони, та тих країн, які не є членами єврозони і які зберегли свої національні валюти і незалежну монетарну політику, чи запровадження спільної валюти й централізованої монетарної політики дійсно забезпечує кращий захист національної економіки від зовнішніх шоків. Порівняно кращі показники економічної діяльності у країнах єврозони свідчатимуть на користь існування оптимальної валютної зони в Європі і наявності потенціалу для її майбутнього розширення. У іншому випадку монетарні механізми у Європейському Союзі потребуватимуть перегляду.

## Огляд літератури

Незважаючи на те, що деякі дослідники вважають одним із авторів теорії оптимальних валютних зон Мілтона Фрідмана – оскільки він передбачив основні принципи функціонування таких утворень, засновником цієї концепції все-таки вважається Роберт Манделл. У праці «Теорія оптимальних валютних зон» (Mundell, 1961), він запропонував визначення оптимальної валютної зони та окреслив її основні характеристики і можливе практичне застосування цієї концепції. Автор дослідив критерії, яких країни мають досягти, щоб мати змогу об'єднати свої монетарної політики і запровадити спільну валюту в рамках валютної зони. Науковець вважав Західну Європу регіоном, де можна було би створити таку оптимальну валютну зону. На думку Р. Манделла, мобільність капіталу була однією з головних передумов для існування оптимальної валютної зони. Дослідники Рональд Мак-Кіннон і Пітер Б. Кенен продовжили теоретичні розробки Р. Манделла, зосередившись на проблематиці аналізу витрат і вигод, пов'язаних із утворенням і функціонуванням оптимальної валютної зони для її учасників. Фактично оцінювання економічного ефекту від утворення оптимальної валютної зони – це одна з основних тем дослідження у рамках цієї теорії.

У науковій літературі зазвичай розглядають такі основні теоретичні питання:

- передумови створення оптимальної валютної зони;
- витрати й вигоди, пов'язані з утворенням і функціонуванням оптимальної валютної зони для її учасників;
- мобільність капіталу та інших факторів виробництва як одна з основних передумов для існування оптимальної валютної зони;

- конвергенція економічного розвитку в межах оптимальної валютної зони;
- проблеми існування і майбутнього розширення оптимальних валютних зон.

Єврозону можна вважати наочним прикладом практичної реалізації теорії оптимальних валютних зон. З огляду на це увагу багатьох дослідників було спрямовано на аналіз результатів економічних діяльності країн, що належать до єврозони. Так, А. Свобода (Swoboda, 1999), Л. Буті і В. Гаспар (Buti & Gaspar, 2021), М. Річчі (Ricci, 1997) та А. Алесіна та ін. (Alesina et al., 2002) досліджували показники економічної діяльності країн єврозони з позицій реалізації концепції оптимальних валютних зон Р. Манделла. Науковці Ж. Дарвас (Darvas, 2019) та К. Стер (Staeher, 2015) досліджували перспективи вступу країн Центральної і Східної Європи у єврозону та пов'язані з ним потенційні витрати і вигоди. Такі дискусії постійно тривають поміж дослідниками в умовах формування нових соціальних, політичних та економічних умов.

## **Результати дослідження**

### **Макроекономічна ситуація в країнах Центральної і Східної Європи**

Р. Манделл вважав Західну Європу придатним для створення оптимальної валютної зони регіоном. В усіх країнах цього регіону відбувся тривалий процес політичної інтеграції, мають добре розвинені інституції, у т. ч. із регуляторними органами, та здатні проводити ефективну спільну монетарну й фіскальну політику. Ці країни відповідають основному критерію, що є невід'ємним елементом теорії оптимальних валютних зон Р. Манделла, – наявність високої мобільності факторів виробництва, особливо праці (Swoboda, 1999). Ідея Р. Манделла щодо створення оптимальної валютної зони у Європейському Союзі була на практиці реалізована у формі єврозони, яка уже поширилась за межі Західної Європи.

Європейська боргова криза 2009 р. спровокувала дискусію між економістами щодо кризи єврозони як оптимальної валютної зони і щодо її перспектив на успіх у подальшому розширенні. Криза розпочалась, коли декілька країн-членів єврозони, у т. ч. Греція, Португалія, Ірландія, Іспанія та Кіпр, виявились неспроможними ані виплатити свої державні борги, ані рефінансувати їх. Вони потребували допомоги від інших країн-членів єврозони та Європейського центрального банку. В основі кризи єврозони була криза платіж-

ного балансу, яка загострилась через неспроможність країн провести девальвацію своїх національних валют, що поставило під сумнів самі основи оптимальної валютної зони – вимогу до країн відмовитися від незалежної монетарної політики та використання валютних курсів як інструменту політики регулювання. Макроекономічні дисбаланси, які виникли до вступу цих країн у євროзону, надали кризі додаткової глибини. Країни із критичним рівнем фіскальних проблем отримали можливість позичати гроші за низькими відсотковими ставками і, як наслідок, їхні боргові проблеми не лише погіршилися, а й поширилися на всю євросистему (Amadeo, 2022).

Відомі дві основні точки зору щодо можливих причин кризи оптимальної валютної зони. Відповідно до першої, основою кризи є потенційна неефективність спільної монетарної політики за надання допомоги країнам у запобіганні кризам платіжного балансу. В рамках другої стверджується, що самі критерії оптимальної валютної зони, у т. ч. з маастрихтськими, не ефективні, що призводить до дисбалансів у середині оптимальної валютної зони, внаслідок чого успішні країни змушені платити за помилки своїх менш дисциплінованих партнерів. Можливі причини кризи такі: порушення фіскальної дисципліни деякими країнами; значні обсяги державного боргу, що призводить до постійного дефіциту за рахунком поточних операцій у країнах периферії; наслідки глобальної фінансової кризи 2008 р.; сучасна глобальна криза, зумовлена пандемією, та її економічні наслідки.

Спочатку планувалось, що створення Європейського Союзу відбуватиметься у три етапи. Перший етап передбачав усунення усіх обмежень для вільного руху капіталу між країнами. На другому етапі основну увагу спрямовано на досягнення економічної конвергенції і створення передумов для впровадження єдиної валюти. На останньому етапі передбачалося створення економічного і монетарного союзу та запровадження єдиної валюти (European Central Bank, n.d.). У ЄС розглядалися два підходи щодо створення валютного союзу. Представники Франції вважали, що валютний союз потрібно створити до запровадження економічного союзу. Натомість, експерти із Німеччини вважали, що спочатку потрібно забезпечити досягнення економічної конвергенції та гармонізації для покращення економічних умов у потенційних країнах-членах союзу. Стабільні й багаті економіки не хотіли фінансувати дефіцити поточних рахунків і виплачувати державні борги інших країн, які не впроваджували економічні реформи. Сьогодні на шляху до розширення монетарного союзу виникає та сама проблема.

Нині членами Європейського союзу є 27 країн. Найбільше розширення ЄС відбулось у 2004 р., коли до нього приєдналися 10 країн: Естонія, Литва, Латвія, Кіпр, Мальта, Словенія, Польща, Угорщина, Словаччина і Чехія. З них вісім є країнами Центральної і Східної Європи. Для дослідження було обрано сім країн ЦСЄ – країни Балтії, до яких належать Латвія, Литва та Естонія, і чотири країни Вишеградської групи, зокрема Польща, Угорщина, Чехія і Словаччина. Початком досліджуваного періоду обрано 1995 р. для того,

щоб можна було порівняти економічний розвиток цих країн до і після їхнього вступу до ЄС чи єврозони. Для аналізу також обрано макроекономічні показники, які характеризують основні макроекономічні сфери цих економік – зайнятість, виробництво, ціни і зовнішньоекономічну діяльність.

Таблиця 1

## Макроекономічні показники країн Центральної і Східної Європи

Країни Балтії		
Показник	За 25 років	Станом на 2019
Середні темпи зростання ВВП, %	4,23	3,80
Середній рівень безробіття, %	11,07	5,67
Середні темпи інфляції, %	5,32	2,47
Середній показник ВВП на душу населення, у поточних цінах, у доларах США	12 205,00	18 708,47
Середнє сальдо за рахунком поточних операцій (у % до ВВП)	-4,91	1,54
Країни Вишеградської групи		
Показник	За 25 років	Станом на 2019
Середні темпи зростання ВВП, %	3,38	3,44
Середній рівень безробіття, %	9,51	3,62
Середні темпи інфляції, %	5,06	2,77
Середній показник ВВП на душу населення, у поточних цінах, у доларах США	14 340,83	20 059,78
Середнє сальдо за рахунком поточних операцій (у % до ВВП)	-3,20	-0,67

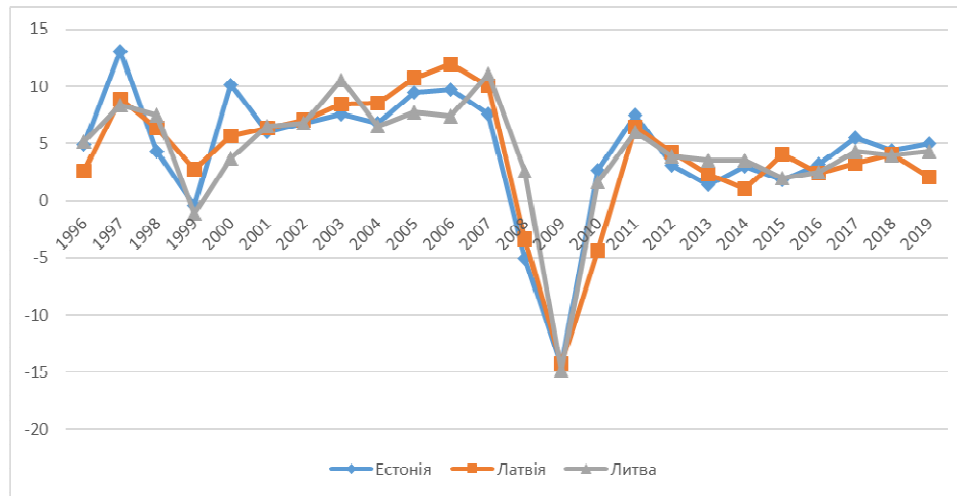
Джерело: розраховано автором за даними Світового банку (World Bank, n.d.).

Хоча у країнах Балтії простежувались у середньому вищі темпи зростання ВВП, загальна економічна ситуація у країнах Вишеградської групи була краща. Найбільшими проблемами для країн Балтії є безробіття та інфляція, які значно вищі, ніж у країнах Вишеградської групи. Обидві проблеми є наслідком перехідного періоду і гіперінфляції у минулому. Найбільший негативний вплив на економічний розвиток цих країн в останні десятиліття спричинили фінансова криза 1998 р., глобальна фінансова криза 2008 р. і сучасна світова криза, зумовлена пандемією. На рис. 1 показано вплив криз 1998 і

2008 рр. на ВВП країн Балтії. Найвищі темпи зростання ВВП простежувалися у період із 2000 по 2007 рр., що пояснюється високим рівнем очікувань, пов'язаних із вступом у ЄС, значними надходженнями прямих іноземних інвестицій і отриманням централізованої допомоги впродовж перших років членства у Європейському Союзі.

Рисунок 1

Темпи зростання ВВП у країнах Балтії, %



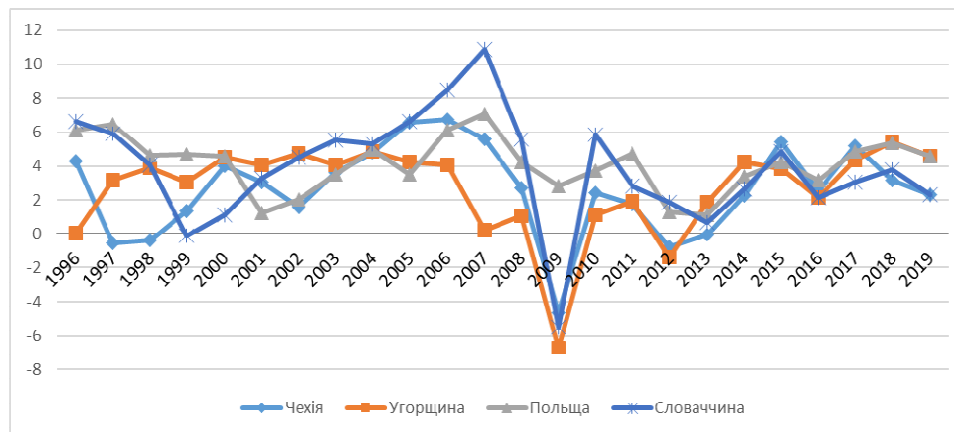
Джерело: розраховано автором за даними Світового банку (World Bank, n.d.).

У країнах Вишеградської групи простежувалась така сама динаміка, як і в країнах Балтії. Водночас негативні економічні наслідки минулих криз були менш жорсткі. Фінансова криза 1998 р. не завдала серйозної шкоди економіці цих країн. Крім того, зниження рівня ВВП так само не було настільки значним, як у країнах Балтії після кризи 2008 р. Хоча ці країни все ще не досягли докризових темпів економічного зростання, їхні поточні середні темпи економічного розвитку вищі, ніж в Естонії, Латвії і Литві. Це потрібно враховувати, оскільки більшість країн Вишеградської групи не є членами єврозони.



Рисунок 2

## Темпи зростання ВВП у країнах Вишеградської групи, %



Джерело: розраховано автором за даними Світового банку (World Bank, n.d.).

Як з'ясувалось, Словаччина отримала найбільші вигоди відразу після вступу до Європейського Союзу. Темпи економічного розвитку в цій країні дещо знизилися на початку періоду переходу до ринкової економіки, але до 2003–2004 рр. вона змогла їх надолужити завдяки проведенню радикальних економічних реформ, а саме: запровадженню єдиної ставки податку на додану вартість, скасуванню усіх податкових винятків, а також подвійного оподаткування, запровадженню фіксованого податку на доходи та скасуванню усіх податкових пільг (Aslund, 2013).

Порівняння показників, що спостерігалися до і після вступу до ЄС, – це найпростіший спосіб проаналізувати вплив вступу до ЄС на національну економіку цих країн.

Вступ до ЄС позитивно позначився на економіках країн Центральної і Східної Європи з декількох причин. По-перше, країни ЦСЄ приєдналися до зони вільної торгівлі в межах Європейського Союзу, що надало їм можливість розширити свій експорт. По-друге, вони отримали доступ до централізованого фінансування ЄС. По-третє, членство у ЄС відкрило шлях для постійного припливу прямих і портфельних іноземних інвестицій. Місцеві підприємства отримали можливість виходити на платоспроможний європейський ринок в обмін на доступ до місцевих ринків компаніям з ЄС. У результаті цього громадяни країн ЦСЄ отримали доступ до нових товарів, послуг та розвинених фінансових ринків.

Таблиця 2

**Порівняння основних макроекономічних показників країн ЦСЄ до і після вступу до Європейського Союзу**

Балтійські країни			
Показник	До 2004	Після 2004	Зміна, Δ
Середні темпи зростання ВВП, %	6,09	3,27	-2,82
Середній рівень безробіття, %	13,68	9,60	-4,08
Середні темпи інфляції, %	8,78	3,38	-5,40
Середній показник ВВП на душу населення, у поточних цінах, у доларах США	7 754,42	14 708,45	6 954,03
Середнє сальдо за рахунком поточних операцій (у % до ВВП)	-7,10	-3,67	3,43
Країни Вишеградської групи			
Показник	До 2004	Після 2004	Зміна, Δ
Середні темпи зростання ВВП, %	3,60	3,25	-0,35
Середній рівень безробіття, %	11,08	8,62	-2,46
Середні темпи інфляції, %	9,50	2,56	-6,94
Середній ВВП на душу населення, у поточних цінах, у доларах США	10 785,09	16 340,93	5 555,84
Середнє сальдо за рахунком поточних операцій (у % до ВВП)	-4,59	-2,42	2,17

Джерело: розраховано автором за даними Світового банку (World Bank, n.d.).

### **Єврозона як оптимальна валютна зона**

Станом на 2020 р. єврозона складалася з 19 країн із сукупним обсягом ВВП 13021,05 млрд дол. і загальною кількістю населення – 343 млн осіб (FocusEconomics, 2022). Впродовж останніх семи років до єврозони не приєдналася жодна країна, що було найбільш тривалим «періодом очікування» від початку її створення. Болгарія та Хорватія приєднуються до єврозони у 2023 р., оскільки вони виконали три із чотирьох маастрихтських критеріїв. Хорватія оголосила своє остаточне рішення відмовитись від власної валюти і вступити у єврозону наступного року (Татта & Treeck, 2022). Усі європейські країни ухвалюють рішення щодо вступу у єврозону з огляду на ті вигоди, які вони в результаті отримають, та ціни, яку їм доведеться за це заплатити. Як уже згадувалося вище, загальний успіх єврозони та економічний добробут кожного з її членів залежить від економічних умов, що складаються в інших країнах-членах цього валютного союзу – саме тому потенційні члени єврозо-

ни повинні виконувати маастрихтські критерії – критерії конвергенції, яким має відповідати країна, яка бажає бути членом єврозони. Ефективність єврозони можна частково оцінювати з позиції відповідності цим критеріям поточних і потенційних країн-учасниць єврозони. Впродовж останніх років країни ЄС не дотримувалися чіткого виконання маастрихтських критеріїв. Через глобальну фінансову кризу та її наслідки рівень фіскальної дисципліни у країнах Європи знизився. Так само вирішальну роль відіграла пандемія 2020 р. – уряди країн були змушені реалізувати експансіоністську монетарну та фіскальну політику, що призвело до рекордних рівнів державного боргу і бюджетного дефіциту. Інфляція стала серйозним викликом для європейських органів монетарного регулювання і буде серйозною проблемою у найближчому майбутньому у зв'язку з наслідками глобальної пандемії, глобальним зростанням цін і, зокрема, війною в Україні. У зв'язку з цим вищезазначені критерії, можливо, не будуть виконані.

Таблиця 3

**Показники темпів інфляції та фіскальної дисципліни  
у Європейському Союзі**

	Інфляція, ГІСЦ*	Державний борг, у % до ВВП	Дефіцит / профіцит бюджету, у % до ВВП
2012	2,2	90,972	-3,808
2013	0,8	92,96	-3,074
2014	-0,2	93,117	-2,489
2015	0,3	91,216	-1,997
2016	1,1	90,365	-1,477
2017	1,3	87,858	-0,938
2018	1,5	85,845	-0,447
2019	1,3	83,823	-0,664
2020	-0,3	97,276	-7,075
2021	5	95,646	-5,106

Примітка: ГІСЦ – Гармонізований індекс споживчих цін

Джерело: ЄЦБ (Statistical Data Warehouse, n.d.).

З огляду на те, що поточні країни-учасниці єврозони не дотримуються критеріїв, чи є вимоги до потенційних учасників єврозони їх дотримуватися обґрунтованими? Якщо такі критерії більше не вважають «ключовими показниками ефективності», які показники слід використовувати для оцінювання рівня економічної конвергенції між країнами всередині оптимальної валютної

зони? Зрештою, оскільки маастрихтські критерії взято за основу функціонування валютної зони, то неспроможність країни їх виконувати ставить під сумнів саму суть єврозони. У такому разі потрібно або переглянути ці критерії, або запровадити належну політику з метою вирішення цього питання.

Потенційні учасники єврозони також мають проблеми із дотриманням маастрихтських критеріїв. Здатність країни приєднатися до єврозони та ступінь дотримання нею маастрихтських критеріїв оцінюються у так званому «Звіті про конвергенцію», який щорічно публікують дві інституції – Європейська комісія та Європейський центральний банк. Згідно із європейським «Звітом про конвергенцію» за 2020 рік, Угорщина і Чехія виконали 24 економічних критерії, які необхідні для впровадження євро у цих країнах. Це критерії, що стосуються державних фінансів і довгострокових відсоткових ставок. Країни не виконують критеріїв щодо цінової стабільності і валютних курсів. Так само законодавство цих країн не повністю відповідає Маастрихтському договору. Польща виконує два із чотирьох критеріїв конвергенції – це критерії щодо цінової стабільності та державних фінансів. Вкрай важливо розуміти, що така ситуація із виконанням маастрихтських критеріїв найближчими роками погіршуватиметься в міру того, як країни долатимуть наслідки глобальної пандемії, а також у зв'язку з іншими факторами. Зокрема, буде вкрай важко підтримувати належний рівень фіскальної дисципліни в частині, що стосується державного боргу і бюджетного дефіциту, а темпи інфляції перевищуватимуть усі референтні значення (European Commission, 2020). Так само із звіту видно, що найбільшим викликом для потенційних країн-учасниць єврозони буде валютно-курсний критерій – ці країни ще не готові відмовитися від незалежної валютно-курсної політики.

Було б доцільно порівняти темпи інфляції та рівні дотримання фіскальної дисципліни у групі країн, що є членами єврозони, та в групі країн, що не є членами єврозони. Таке порівняння покаже, яким чином відмінності у валютно-курсних режимах можуть впливати на рівень інфляції і чи участь у валютному союзі гарантує країні досягнення вищого рівня фіскальної дисципліни.

Рівні інфляції зіставні у двох групах країн, незалежно від того, чи є країна учасницею єврозони, чи ні. Відповідно, відмінності валютно-курсних режимів і монетарних політик впливають суттєво на інфляцію. З іншого боку, країни єврозони демонструють вищий рівень фіскальної дисципліни. Середні рівні бюджетного дефіциту і державного боргу нижчі у групі країн, що є членами єврозони. Вимога дотримуватися маастрихтських критеріїв та досвід боргової кризи у єврозоні спонукають країни бути більш стриманими у виборі своєї фіскальної політики. Як доводить досвід південноєвропейських країн, демонстрація належного рівня фіскальної дисципліни перед вступом у єврозону – це необхідний елемент запобігання виникненню макроекономічних проблем у майбутньому.

Таблиця 4

## Темпи інфляції і рівень фіскальної дисципліни у країнах ЦСЄ

Інфляція, %	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Чехія	1,02	1,47	1,92	3,29	1,44	0,34	0,31	0,68	2,45	2,15	2,85	3,16
Угорщина	4,21	4,86	3,93	5,65	1,73	-0,23	-0,06	0,39	2,35	2,85	3,34	3,33
Польща	3,80	2,58	4,24	3,56	0,99	0,05	-0,87	-0,66	2,08	1,81	2,23	3,37
Словаччина	1,62	0,96	3,92	3,61	1,40	-0,08	-0,33	-0,52	1,31	2,51	2,66	1,94
Естонія	-0,08	2,97	4,98	3,93	2,78	-0,11	-0,49	0,15	3,42	3,44	2,28	-0,44
Латвія	3,53	-1,08	4,37	2,26	-0,03	0,62	0,17	0,14	2,93	2,53	2,81	0,22
Литва	4,45	1,32	4,13	3,09	1,05	0,10	-0,88	0,91	3,72	2,70	2,33	1,20
Державний борг, % ВВП	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Чехія	39,66	44,06	46,98	56,23	55,97	54,84	51,71	47,43	43,33	39,74	37,46	46,54
Угорщина	84,88	86,03	95,10	98,38	97,16	100,58	98,80	98,66	93,21	86,86	84,08	97,36
Польща	57,18	61,68	62,18	65,55	66,45	71,44	70,21	73,01	68,72	66,76	63,37	77,33
Словаччина	44,04	48,54	51,32	60,95	65,37	67,99	66,39	67,77	65,52	63,33	63,03	78,74
Естонія	12,75	11,91	9,48	13,12	13,59	13,81	12,73	13,70	13,14	13,03	13,61	24,82
Латвія	42,19	53,98	51,45	49,15	46,23	51,24	46,59	50,30	47,61	46,30	47,51	55,39
Литва	34,18	45,47	45,70	51,23	47,99	52,63	53,41	50,94	47,07	40,82	44,54	55,45
Бюджетний дефіцит / профіцит, % ВВП	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Чехія	-5,41	-4,15	-2,70	-3,90	-1,28	-2,08	-0,64	0,71	1,50	0,89	0,29	-5,78
Угорщина	-4,75	-4,43	-5,21	-2,32	-2,60	-2,77	-2,00	-1,80	-2,46	-2,11	-2,09	-7,79
Польща	-7,25	-7,40	-4,97	-3,79	-4,23	-3,65	-2,60	-2,39	-1,49	-0,24	-0,74	-6,91
Словаччина	-8,15	-7,50	-4,32	-4,37	-2,89	-3,11	-2,67	-2,58	-0,98	-1,01	-1,30	-5,47
Естонія	-2,19	0,19	1,09	-0,29	0,18	0,71	0,11	-0,41	-0,48	-0,56	0,12	-5,60
Латвія	-9,54	-8,62	-4,29	-1,41	-1,22	-1,58	-1,43	0,02	-0,77	-0,84	-0,57	-4,47
Литва	-9,12	-6,90	-8,95	-3,17	-2,63	-0,60	-0,30	0,25	0,42	0,54	0,47	-7,28

Джерело: розраховано автором за даними показників Світового банку (World Bank, n.d.) і ОЕСР (OECD, n.d.).

Досліджувані країни можна поділити на дві групи: країни-учасниці єврозони і країни поза межами єврозони, які зберегли власні національні валюти. Словаччина, Естонія, Латвія і Литва – учасниці єврозони. З-поміж них Словаччина була єдиною країною Вишеградської групи, яка приєдналася до єврозони у 2009 р. Балтійські країни останні приєдналися до єврозони: Естонія – у 2011 р., Латвія – у 2014 р. і Литва – у 2015 р. Країни-учасниці оптимальної валютної зони не можуть самостійно обирати режим валютного курсу. До вступу в єврозону лише Словаччина мала режим плаваючого валютного курсу. Естонія і Литва мали режими валютного бюро, а Латвія використовувала режим вузького валютного коридору. Для країн Центральної і Східної Європи було звичайною практикою рухатися упродовж перехідного періоду

від режимів фіксованого валютного курсу (коли валютний курс використовувався як номінальний якір) до режимів із плаваючим валютним курсом. Це зумовлено наявністю проблеми гіперінфляції в цих країнах на початковому етапі їхнього переходу до ринкової економіки. Натомість, країни Балтії використовували режим фіксованого валютного курсу як інструмента утримання темпів інфляції на помірному рівні. Запровадження національних валют, використання спеціальних прав запозичень і валютно-курсowego режиму валютного бюро дало змогу цим країнам переорієнтувати свої торгові потоки у напрямку західних ринків та залучити прямі іноземні інвестиції із європейських країн. Естонія запровадила режим валютного бюро у 1992 р. Те саме зробила Литва у 1995 р., водночас Латвія запровадила режим традиційної фіксованої прив'язки у 1994 р. Наступним кроком була прив'язка їхніх національних валют до євро. Естонія це зробила у 1999 р., Литва – у 2002 р., Латвія – у 2005 р. Таким чином, запровадження євро не призвело до значних змін у національних економіках цих країн, оскільки вони на той час уже зафіксували свої валютні курси до євро (Staeher, 2015).

У Словаччині запроваджено режим плаваючого валютного курсу до її приєднання до механізму регулювання обмінного курсу (ERM II). Після вступу до механізму її національна валюта все ще дорожчала у номінальному вираженні. Обмінний курс словацької національної валюти зафіксували до євро влітку 2008 р. перед початком глобальної фінансової кризи. Курси національних валют щодо євро у країнах Центральної і Східної Європи на той час були на історично високому рівні. Завдяки фіксації словацької крони до євро країна уникла значного знецінення національної валюти, як це сталося із чеською короною, угорським форинтом і польським злотим (Darvas, 2019, ст. 7).

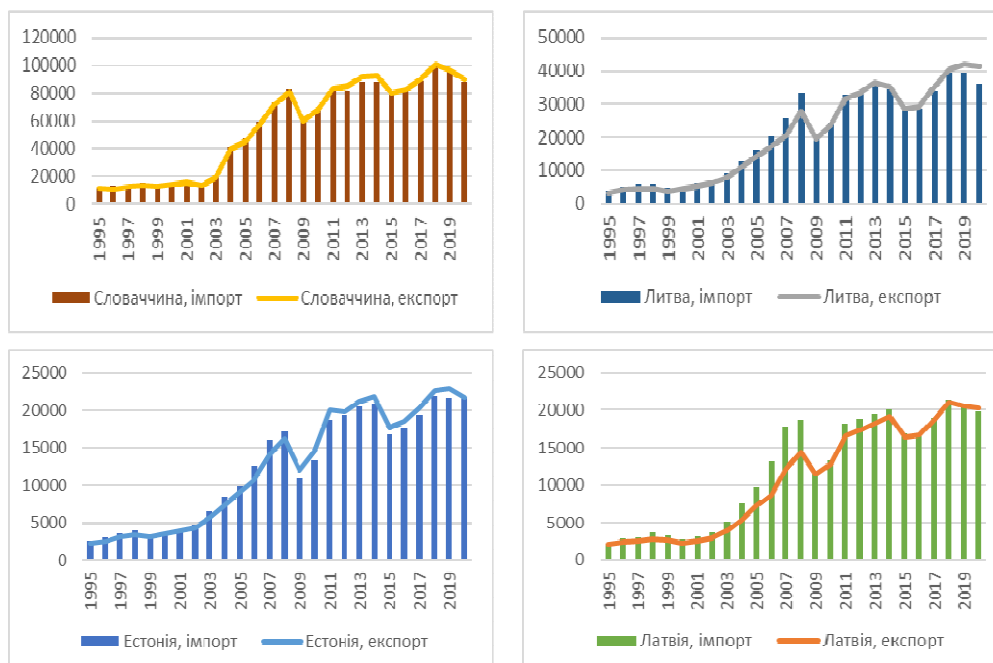
Якби обмінні курси мали велике значення, то країни Центральної Європи, що не входять до єврозони, мали би демонструвати кращі економічні результати, ніж Словаччина після глобальної фінансової кризи 2008 р., коли валюти з плаваючим курсом зазнали масового знецінення. Однак цього не сталося. Натомість, у Словаччині простежувались одні із найкращих показників економічного розвитку після 2008 р. Її економіка зросла на 29,7% з 2008 по 2019 рр., випередивши Чехію (яка зросла на 19,4% за той самий період) та Угорщину (зростання на 20,1%), за винятком Польщі, де рівень розвитку економіки за той самий період зріс на 46,3%. Рівень зайнятості в Словаччині після 2013 р. стрімко зростає, як і в інших країнах Центральної Європи, тому у 2019 р. він був вищий, ніж у Польщі та Румунії, але нижчий, ніж у Чехії та Угорщині. Схоже, відсутність незалежної валютно-урсової та монетарної політики в Словаччині не завадили її позитивному економічному розвитку. З іншого боку, Угорщина мала гнучкий режим обмінного курсу як до, так і після 2008 р., але через те, що до 2008 р. в країні відбулись нестійкі макроекономічні зміни, її зростання після 2008 р. було відносно слабким порівняно з іншими країнами регіону. Багато проблем у країнах ЦСЄ були пов'язані зі слабкою фіскальною дисципліною та загальними фіскальними проблемами. Незалежність національної валюти та режим плаваючого обмінного курсу не вирішили їхні економічні проблеми. Це означає, що запровадження плаваючого валютно-урсового

режиму не може ані забезпечити краще реагування на світову фінансову кризу, ані запобігти кризі платіжного балансу (Darvas, 2019, ст. 9).

Платіжний баланс можна аналізувати у вузькому сенсі – за станом поточного рахунку або в широкому сенсі – як сукупність рахунку поточних операцій, рахунку операцій з капіталом та фінансового рахунку. Країни Балтії зіткнулися із погіршенням своїх поточних рахунків після вступу до ЄС у 2004 р. Таке погіршення стану поточних рахунків стало можливим через те, що імпорт зростав швидше, ніж експорт після приєднання до Європейського Союзу. Після вступу до ЄС доходи цих країн зростали частково завдяки приросту прямих і портфельних іноземних інвестицій. Відповідно збільшувався попит на імпорт, що призвело до погіршення стану поточних рахунків у цих країнах. Тому ефект доходу був більший, ніж зростання експорту країни. Найкраща ситуація склалася в Словаччині, де після вступу до ЄС експорт перевищив імпорт, і стан поточного рахунку країни покращувався.

### Рисунки 3-6

#### Обсяги експорту / імпорту у Словаччині, Литві, Естонії і Латвії, млн дол. США

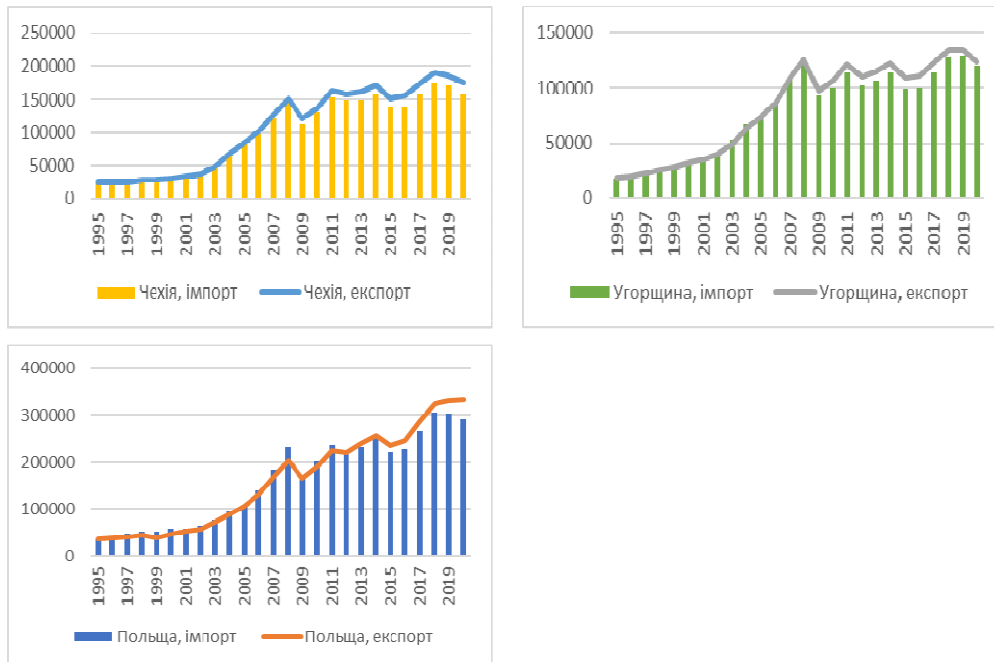


Джерело: МВФ (International Monetary Fund, n.d.).

Інші країни Вишеградської групи (Польща, Угорщина та Чехія) не мали такої проблеми, як країни Балтії. Надходження від експорту в цих країнах перевищували витрати на імпорту, тому сальдо поточних рахунків (у % до ВВП) покращилися після розширення ЄС у 2004 р.

Рисунки 7-9

Обсяги експорту та імпорту у Чехії, Угорщині і Польщі, млн дол. США

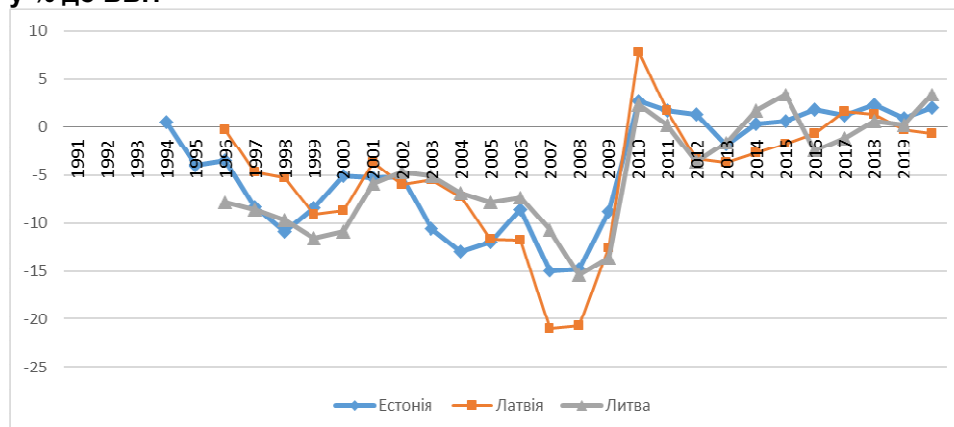


Джерело: МВФ (International Monetary Fund, n.d.).

Загалом усі країни євросони після приєднання до неї демонструють стійке зростання сальдо поточного рахунку. Це пояснюється загальним приростом двосторонньої торгівлі між країнами євросони завдяки запровадженню єдиної валюти. Як уже зазначалося, використання єдиної валюти знижує трансакційні витрати торгівлі та значно збільшує сукупний товарообіг. Однак було б невіправданим стверджувати, що членство в оптимальній валютній зоні може покращити стан рахунку поточних операцій країни. Дані щодо динаміки рахунку поточних операцій у країнах, що розглядаються, наведено на рис. 10.



Рисунок 10

**Динаміка сальдо рахунку поточних операцій у країнах Балтії, у % до ВВП**

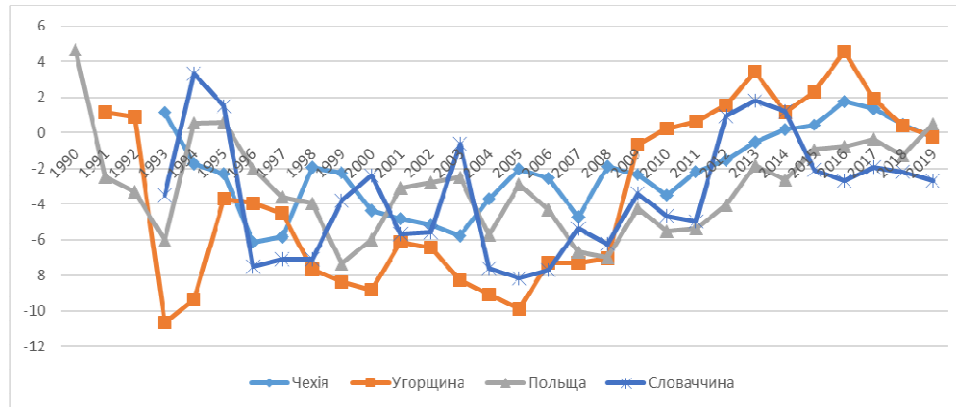
Джерело: розраховано автором за даними Світового банку (World Bank, n.d.).

Країни Балтії традиційно були чистими імпортерами. Вступ до ЄС призвів до ще більшого погіршення стану їхніх поточних рахунків. До глобальної фінансової кризи 2008 р. баланс їхніх поточних рахунків покращувався, а після кризи позитивне значення сальдо рахунку поточних операцій досягалося через зниження обсягів імпорту, спричинене економічною рецесією. Ця рецесія також спровокувала зниження обсягів споживання та інвестицій, що сприяло покращенню рахунків поточних операцій. Це складно пояснити впливом загальної політики ЄС. Після вступу до єврозони в цих країнах не було жодних суттєвих зрушень у сальдо рахунків поточних операцій, окрім Литви. Схожа ситуація простежувалась у країнах Вишеградської групи: Угорщина, Польща і Чехія демонстрували стійке покращення сальдо рахунків поточних операцій з 2008 р. Однак за останні п'ять років стан балансів за рахунками поточних операцій у цих країнах знову погіршився.

Не лише стан поточного рахунку, а й інші компоненти платіжного балансу визначають, чи країні загрожуватиме криза платіжного балансу. Більше того, від'ємне сальдо за рахунком поточних операцій може бути вигідним для національної економіки на певних етапах її економічного розвитку. Коливання балансу рахунку поточних операцій може компенсуватися відповідними змінами за рахунком операцій з капіталом та фінансовим рахунком платіжного балансу.

Рисунок 11

**Динаміка сальдо рахунка поточних операцій  
у країнах Вишеградської групи, у % до ВВП**



Джерело: розраховано автором на основі даних Світового банку (World Bank, n.d.).

Досвід країн Центральної і Східної Європи доводить, що фінансовий рахунок і рахунок операцій з капіталом можуть мати вирішальний вплив на зведене сальдо платіжного балансу. Аналіз платіжних балансів країн Центральної і Східної Європи за останні кілька років наведено у табл. 5 і табл. 6.

Таблиця 5

**Основні агрегати платіжних балансів країн-членів євросони,  
млн дол. США**

Показник	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Естонія												
ПО	526	340	304	-432	75	173	403	301	622	280	616	-392
ОК	691	670	942	789	651	289	471	258	257	402	382	455
ФР	1283	2145	1403	568	577	220	1030	287	928	314	454	-324
ЗПБ	-66	-1135	-156	-210	149	242	-156	272	-50	368	543	387
Латвія												
ПО	2057	414	-944	-1051	-841	-533	-169	439	399	-99	-223	1005
ОК	625	471	601	828	763	920	767	334	305	609	505	586
ФР	1515	312	1064	-670	-215	1303	332	848	-404	1155	470	1731
ЗПБ	1168	573	-1407	477	137	-916	265	-75	1101	-645	-188	-140

Показник	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Литва												
ПО	842	73	-1592	-686	791	1653	-1014	-474	304	131	1817	4700
ОК	1639	1412	1472	1274	1494	1307	1268	651	610	873	1015	1147
ФР	3121	470	-1813	436	1840	-649	2396	-1250	-911	-95	2747	4848
ЗПБ	-640	1015	1693	153	445	3609	-2142	1426	1826	1099	85	999
Словаччина												
ПО	-3021	-4210	-4909	889	1797	1199	-1849	-2433	-1854	-2293	-2842	-294
ОК	656	1392	1243	1814	1422	937	2854	1543	113	990	747	1217
ФР	-3143	-3176	-4733	429	-808	-908	-778	-1725	-3630	-4273	-2793	-157
ЗПБ	779	358	1067	2274	4028	3045	1783	835	1889	2970	698	1079

Примітка: ПО – рахунок поточних операцій, ОК – рахунок операцій з капіталом, ФР – фінансовий рахунок, ЗПБ – зведений платіжний баланс.

Джерело: МВФ (International Monetary Fund, n.d.).

Таблиця 6

**Основні агрегати платіжних балансів країн, що не є членами євросони, млн дол. США**

Показник	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Чехія												
ПО	-4870	-7351	-5020	-3159	-1106	458	845	3463	2961	1260	898	8845
ОК	2727	1953	683	2720	4216	1572	4012	2132	2016	565	1062	3056
ФР	-8522	-8521	-3451	-3516	-6075	-394	-7286	-18027	-44767	762	-4372	8579
ЗПБ	6379	3123	-887	3077	9185	2423	12143	23622	49743	1063	6332	3322
Польща												
ПО	-18562	-26660	-28346	-20193	-9465	-14212	-4347	-3719	-1960	-7530	2931	21067
ОК	7040	8611	10016	10958	11964	13305	11331	4867	6795	12148	11757	14478
ФР	-34826	-46106	-33559	-22673	-7076	-6870	-464	-21274	5118	-5923	-1423	6752
ЗПБ	23304	28057	15229	13438	9575	5963	7448	22422	-283	10541	16111	28793
Угорщина												
ПО	-892	342	887	1990	4666	1605	2926	5855	2769	636	-620	167
ОК	2286	2382	3324	3283	5146	5077	5686	-20	1203	3615	3007	3144
ФР	-4061	-2809	-4795	5132	-75	4480	12669	10765	1861	-3037	250	-6633
ЗПБ	5454	5532	9005	141	9887	2202	-4058	-4929	2111	7289	2137	9944

Примітка: ПО – рахунок поточних операцій, ОК – рахунок операцій з капіталом, ФР – фінансовий рахунок, ЗБ – зведений платіжний баланс.

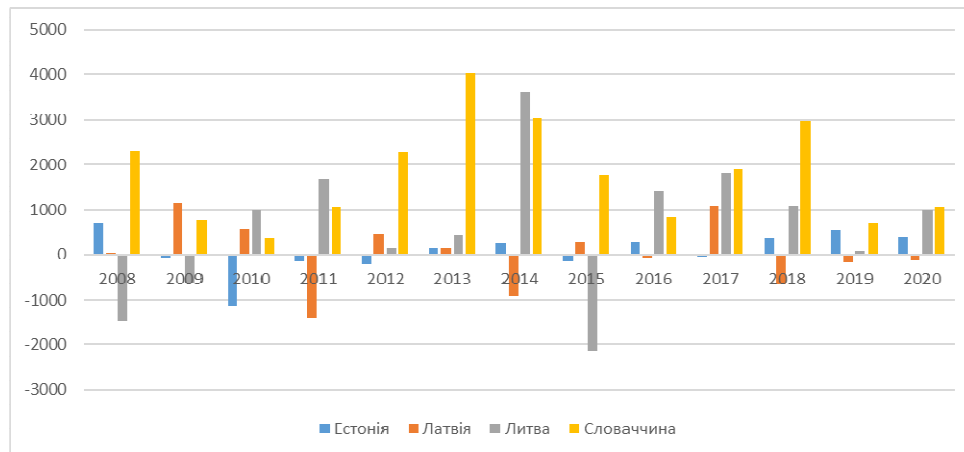
Джерело: МВФ (International Monetary Fund, n.d.).

Країни єврозони не можна характеризувати як такі, що перебувають у кризі платіжного балансу, у якому б сенсі – широкому чи вузькому – її не розуміли. Так, Словаччина має стійке від'ємне сальдо рахунку поточних операцій, який компенсується зростанням надходжень за рахунком операцій з капіталом та адекватним фінансовим рахунком. Єдиний виняток становить Латвія, де фінансовий рахунок відіграє визначальну роль у зовнішньому дисбалансі. Однак ця ситуація має тенденцію до покращення. Стан платіжних балансів цих країн доводить, що фінансовий рахунок, який переважно визначається рухом прямих і портфельних іноземних інвестицій, може мати вирішальне значення. Цей фактор важливий, оскільки участь країни у Європейському Союзі чи єврозоні означає зростання припливу прямих і портфельних іноземних інвестицій у національну економіку.

У країнах, що не входять до єврозони, також не було криз платіжного балансу протягом останніх років. Чехія має величезний профіцит платіжного балансу завдяки як позитивному сальдо за поточним рахунком, так і значному профіциту фінансового рахунку. Польща також демонструє значний профіцит платіжного балансу – її рахунок поточних операцій останнім часом був нестабільний, але рахунок операцій з капіталом характеризувався значним профіцитом.

Рисунок 12

**Зведені сальдо платіжних балансів у країнах-членах єврозони,  
млн дол. США**



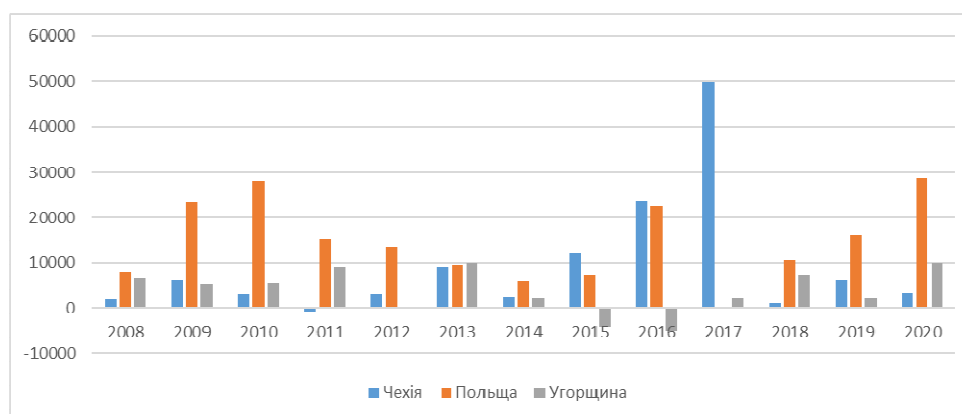
Джерело: МВФ (International Monetary Fund, n.d.).

Сальдо рахунку поточних операцій Угорщини позитивне, але має тенденцію до зниження, а сальдо за рахунком капіталу – стабільне і високе. Зведений платіжний баланс був традиційно профіцитним, за винятком 2015 та 2016 рр.

Отже, в обох групах країн не виявлено ознак кризи платіжного балансу. Ситуація у країнах Вишеградської групи видається навіть кращою. У такому разі важливо визначити, що впливає на цю ситуацію: монетарна політика та наявність незалежних валют чи інші фактори.

Рисунок 13

**Зведені сальдо платіжних балансів у країнах, що не є членами євросони, млн дол. США**



Джерело: МВФ (International Monetary Fund, n.d.).

### **Перспективи подальшого розширення євросони**

Загалом на сьогодні жодній із груп досліджуваних країн не загрожує криза платіжного балансу. Коливання сальдо їхніх рахунків поточних операцій часто компенсуються відповідними змінами за фінансовим рахунком і рахунком операцій з капіталом. Приплив зовнішніх прямих і портфельних інвестицій не залежить критичним чином від участі країни у єдиній валютній зоні,

а швидше визначається її виробничими можливостями і загальним потенціалом її національної економіки. Чехія, яка не є членом єврозони, отримала більше інвестицій, ніж усі країни Балтії, які запровадили євро. Валютно-курскові режими так само не мають визначального значення з точки зору досягнення зовнішньої рівноваги. Було би більш правильно вважати, що фіскальна дисципліна відіграє більш важливу роль, ніж незалежність валютно-курсowego режиму в країні. Досвід країн Південної Європи доводить правильність цього твердження.

Жодна із груп країн не зазнала серйозних втрат внаслідок боргової кризи, що почалася у країнах єврозони у 2009 р. Однак ця криза стала серйозною проблемою для південноєвропейських країн та значним викликом для цілої єврозони, що дало підстави стверджувати, що єврозона – як оптимальна валютна зона – опинилася у кризі. Важливо, щоби потенційні члени єврозони засвоїли урок південноєвропейських країн. Потенційні учасники валютного союзу прийматимуть свої рішення щодо приєднання до валютного союзу з огляду на здатність такої валютної зони протистояти кризам та уникати подібних дисбалансів у майбутньому. Також мають бути засвоєні уроки боргової кризи, що дасть змогу гарантувати стабільний розвиток і розширення єврозони у майбутньому.

Такі південноєвропейські країни, як Іспанія, Португалія, Італія, Греція і Кіпр, все ще відчувають на собі негативні економічні наслідки глобальної фінансової кризи 2008 р. Їхній досвід показав, що відповідність маастрихтським критеріям на момент приєднання до єврозони не забезпечує від потенційних проблем у майбутньому. Фіскальна дисципліна – це основний фактор макроекономічної стабільності як в окремій країні, так і загалом у євзоні. Фіскальні дисбаланси (високі рівні державного боргу і бюджетного дефіциту) до вступу в єврозону можуть знищити усі позитивні ефекти від приєднання до неї. Доступ до дешевих фінансових ресурсів після вступу у єврозону може лише поглибити фіскальні проблеми у деяких країнах.

Досвід країн Балтії довів критичну роль фіскальної дисципліни для успішної інтеграції у єврозону. До вступу в єврозону негативні сальдо рахунків поточних операцій, рівні інфляції і приріст кредитування у країнах Балтії були вищі, ніж у їхніх південноєвропейських сусідів. Однак у результаті високого рівня фіскальної дисципліни ці країни уникли глибокої боргової кризи. У 2007 р. у країнах Балтії показники валового державного боргу (у % до ВВП) у 2007 р. були дуже низькі, а саме: 4% – в Естонії, 8% – у Латвії і 16% – у Литві, що дало їм змогу сформувати фіскальні резерви на випадок кризи (Darvas 2019, ст. 10).

Очікування економічних агентів – так само важливий фактор успішної інтеграції в єврозону. Рівень очікувань у країнах Балтії і Словаччині засвідчив впевненість суб'єктів економіки у макроекономічній політиці, яку впроваджували уряди цих країн перед вступом у єврозону. Це дало їм змогу реалізувати належну фіскальну й монетарну політику, спрямовані на досягнення

цілей фінансової стабільності і фіскальної дисципліни. Натомість, громадяни південно-європейських країн традиційно ставили під сумнів ідею приєднання до єврозони. Внаслідок цього реалізація макроекономічної політики відбувалася із зниженою ефективністю.

Перспективи єврозони як оптимальної валютної зони залежатимуть від її здатності гарантувати стабільність у середині єврозони і, меншою мірою, забезпечити можливості для її розширення. Інституції єврозони мають забезпечити виконання її членами маастрихтських критеріїв, особливо тих, що пов'язані з вимогами дотримання фіскальної дисципліни. Ймовірно, ці критерії було б доцільно зробити більш гнучкими в умовах економічної нестабільності. Потенційні члени єврозони повинні пройти ретельну оцінку рівня дотримання фіскальної дисципліни, щоб уникнути повторення негативного досвіду країн Південної Європи. Наприклад, Угорщина мала високий рівень державного боргу (майже 90%) і дефіциту бюджету (близько 8% від ВВП) у 2020 р. Якщо країна приймає рішення приєднатися до єврозони, вона повинна вирішити питання, що становлять основу фіскальних проблем, та запровадити належну монетарну політику.

Відмова від незалежної монетарної політики – це найбільший недолік приєднання до валютної зони. На думку деяких економістів, у країнах, що розвиваються, потенційні витрати, пов'язані із втратою незалежної монетарної політики, можуть виявитися не надто високими. Такі країни неналежно використовують свою монетарну політику як стабілізаційний інструмент. Зазвичай такі політики проциклічні за своєю природою. У досліджуваних країнах, що не є учасниками єврозони (Польщі, Угорщині і Чехії) використовувалися валютно-курсіві режими плаваючого валютного курсу (Alesina et al., 2002, p. 310).

## **Висновки**

З огляду на вищевказане визначено, що участь країни у валютному союзі, який вважається оптимальною валютною зоною, створює для країни більше переваг, ніж потенційних недоліків. Втрата незалежності монетарної політики – не настільки велика проблема для країн, що розвиваються, порівняно із потенційними вигодами від запровадження єдиної валюти. Досвід Словаччини показав, що відмова від незалежного режиму вільного плавання не є критичною проблемою. Найбільший стимул для країни приєднатися до єврозони – це зростання обсягів зовнішньоторговельного обороту і так звані «переваги взятих на себе зобов'язань». Потенційні і дійсні члени єврозони мають значні можливості досягнути вищого рівня фіскальної дисципліни. З іншого боку, недостатня фіскальна дисципліна може позбавити країну потенційних вигод від

приєднання до єдиної валютної зони. Більше того, оптимальна валютна зона загалом також нестиме втрати через вплив такого фактора.

Обидві групи досліджуваних країн не зазнали криз платіжного балансу впродовж останніх років. Це означає, що єврозона – доволі ефективна з точки зору захисту своїх членів від змін у зовнішньоекономічних умовах. Крім усіх зазначених переваг, це робить валютну зону привабливою для інших потенційних учасників. Політичні фактори та загальна економічна кон'юнктура у регіоні можуть перешкодити цьому процесу.

Єврозона як оптимальна валютна зона дійсно має потенціал для розширення. Таке розширення мало б бути сприятливим як для потенційних учасників, так і для єврозони загалом. Досвід країн Південної Європи показав, що фінансова дисципліна – це найбільш важливий маастрихтський критерій, який має виконувати країна, перш ніж вона зможе долучитися до валютного союзу. Загалом, маастрихтські критерії не виконують навіть дійсні члени валютного союзу і малоймовірно, будуть виконані у найближчому майбутньому. Так само імовірно, що маастрихтські критерії варто переглянути з огляду на нові умови, що виникли в середовищі міжнародної економіки. В підсумку, формування належних очікувань серед національних економічних суб'єктів матиме вирішальне значення для підвищення ефективності запроваджених монетарної та фінансової політик.

### Список використаної літератури

- Alesina, A., Barro, R. & Tenreyro, S. (2002). Optimal currency areas. In M. Gertler & K. Rogoff (Eds.), *NBER Macroeconomics Annual 2002* (Vol. 17, pp. 301–356). MIT Press. <https://www.nber.org/books-and-chapters/nber-macroeconomics-annual-2002-volume-17>
- Amadeo, K. (2022, Jan 20). *Eurozone debt crisis*. The Balance. <https://www.thebalance.com/euro-zone-debt-crisis-causes-cures-and-consequences-3305524>
- Aslund, A. (2013). *Lessons from the victory of capitalism over communism*. Peterson Institute for International Economics.
- Buti, M., & Gaspar, V. (2021, May 1). *Maastricht values*. VoxEU. <https://voxeu.org/article/maastricht-values>.
- Darvas, Z. (2019). *With or without you: Are Central European Countries ready for the euro?* (Policy Contribution Issue No. 12). Bruegel. [https://www.bruegel.org/wp-content/uploads/2019/10/PC-12\\_2019.pdf](https://www.bruegel.org/wp-content/uploads/2019/10/PC-12_2019.pdf)



- European Central Bank. (n.d.-b). *Economic and Monetary Union (EMU)*. Retrieved April 10, 2022, from <https://www.ecb.europa.eu/ecb/history/emu/html/index.en.html>
- European Commission. (2020). *Convergence report 2020*. [https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/economy-finance/ip129\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/economy-finance/ip129_en.pdf)
- FocusEconomics. (2022). *Euro zone economic outlook*. <https://www.focus-economics.com/countries/eurozone>.
- International Monetary Fund. (n.d.) *IMF Data Warehouse* [interactive database]. Retrieved May 01, 2022, from <https://data.imf.org/regular.aspx?key=62805740>
- Mundell, R. (1961). A theory of optimum currency areas. *The American Economic Review*, 51(4), 657–665.
- Organisation for Economic Co-operation and Development. (n.d.). *OECD data* [database]. Retrieved May 3, 2022 from <https://data.oecd.org/>
- Ricci, L. (1997). *A model of an optimum currency area* (IMF Working Paper No. 1997/076). <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp9776.pdf>.
- Staeher, K. (2015). Exchange rate policies in the Baltic States: From extreme inflation to Euro membership. *CESifo Forum*, 9–18. <https://www.ifo.de/DocDL/forum-2015-4-staeher-baltic-tiger-december.pdf>
- Statistical Data Warehouse. (n.d.). *All datasets* [Interactive database]. European Central Bank. Retrieved May 2, 2022, from <https://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=9689727>
- Swoboda, A. (1999). *Robert Mundell and the theoretical foundation for the European Monetary Union*. <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/54/vc121399>
- Tamma, P., & Treeck, J. (2022, June 1). *Croatia on track to adopt the euro*. Politico. <https://www.politico.eu/article/croatia-join-euro-2023/>
- The World Bank. (n.d.). *The World Bank indicators* [database]. Retrieved April 28, 2022, from <https://data.worldbank.org/indicator>

Отримано: 2 лютого 2023 р.

Рецензовано: 7 лютого 2023 р.

Рекомендовано до друку: 18 лютого 2023 р.