



Ринок фінансово-банківських послуг

Марія ЛИЗУН

**ТЕОРІЯ ОПТИМАЛЬНИХ ВАЛЮТНИХ ЗОН
ЯК КОНЦЕПТУАЛЬНА ОСНОВА
РЕГІОНАЛЬНИХ ВАЛЮТНИХ УГРУПОВАНЬ**

Резюме

Досліджено еволюційний шлях розвитку теорії оптимальних валютних зон і розглянуто позитивні та негативні ефекти валютної інтеграції. Підсумовано основні критерії теорії оптимальних валютних зон і показано їх значення. Висвітлено причини, за якими при валютній інтеграції країна втрачає незалежність грошово-кредитної політики, крізь призму так званого «несумісного трикутника», або «неможливої трійці». Продемонстровано європейський спосіб подолання «неможливої трійці» та роль теорій оптимальних валютних зон (ОВЗ) у формуванні «обличчя» Європейського економічного та валютного союзу. Встановлено, що в Україні поки не існує передумов для того, щоб у близькій перспективі пройти всі етапи інтеграції, необхідні для входження до валютного союзу. Зазначено, що теорія ОВЗ може бути корисною для загальної оцінки доцільності монетарної інтеграції, аналізу її потенційних вигод чи недоліків та обраних інструментів політики валютного курсу.

© Марія Лизун, 2016.

Лизун Марія, канд. екон. наук, доцент, Тернопільський національний економічний університет, Україна.

Ключові слова

Оптимальна валютна зона, валютний союз, регіональні валютні угруповання, монетарна інтеграція, спільна валюта, монетарна політика, «неможлива трійця», Європейська монетарна система.

Класифікація за JEL: F30, F31, F33, G01, G20, G28.

Еволюція теорії оптимальних валютних зон

Процеси інтеграції, які першопочатково активно розвивалися лише серед невеликої кількості країн, сьогодні охопили усі континенти світу. Швидке збільшення кількості інтеграційних об'єднань є наслідком популяризації ідеї відкритості економіки, посилення процесів спеціалізації, зростання ролі ТНК у міжнародному поділі праці. Валютна інтеграція є однією з основних тенденцій розвитку світової валютної системи на сучасному етапі глобалізації світової економіки. Валютну інтеграцію доцільно розглядати як реалізацію узгодженої валютної політики країн-учасниць валютної інтеграції, а також створення і функціонування міждержавних організацій, що здійснюють міждержавне валютне регулювання.

Теоретичні аспекти регіональної валютної інтеграції, історичні причини формування валютних союзів та зон досліджували такі вчені, як Б. Баласса, Т. Баумі, А. Бергсон, Р. Манделл, Р. Огороднік, А. Роуз, Дж. Флемінг, Дж. Фрідман, В. Чаплигін, В. Козюк, О. Шаров, Є. Савельєв та ін.

Опосередковуючи всі міжнародні економічні процеси в системі світового господарства, валютні відносини зазнають глибинних якісних змін разом зі сферою міжнародного виробництва, надання послуг та інвестування. Валютна інтеграція і її форми найчастіше асоціюються з регіональною економічною інтеграцією та появою регіональних валют.

Найбільшого поширення в науковій літературі набула інтерпретація еволюції форм інтеграції Б. Балассою, який виділив п'ять форм: зона вільної

торгівлі, митний союз, спільний ринок, економічний союз, політичний союз [5]. Типологія була здійснена на основі критеріїв відміни дискримінації компаній різної національної приналежності і ступеня лібералізації руху факторів виробництва. На найвищій стадії відбувається гармонізація і уніфікація економічної, соціальної та валютної політики.

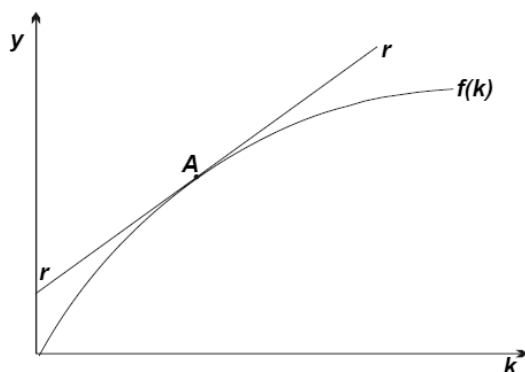
На практиці однією з найбільш складних проблем є саме процес переходу до повної валютної інтеграції. Дискусії між «монетаристами» і «економістами» про стратегію та терміни подальших кроків створення валютного союзу переважно стосуються проміжної стадії. «Монетаристи» стверджують, що позитивні кроки в напрямку валютної інтеграції сприятимуть зміцненню і прискоренню процесу економічної інтеграції. Такі кроки змусять країни-члени координувати свою економічну та фінансову політику, тим самим зменшуючи відмінності в заробітній платі і цінах, та дадуть змогу легше досягти жорсткості валютного курсу. «Економісти» стверджують, що на першому місці повинні бути гармонізація політики та реальна економічна інтеграція, а подальші кроки в напрямку валютної інтеграції не повинні бути зроблені до фактичної конвергенції заробітної плати і цін та завершення структурних перетворень [14].

Проте, тим не менше, валютна інтеграція приводить до позитивних ефектів, якщо є необхідні умови. У статті Роуза [26] використано доповнене рівняння гравітації, щоб показати, що торгівля між країнами, які мають спільну валюту, значно вигідніша, ніж торгівля між іншими парами країн. Його результати регресії поперечного перерізу показують, що обсяг двосторонньої торгівлі між двома країнами, які входять у валютний союз, в середньому в 3,35 разу більший, як при двосторонній торгівлі між іншими країнами [24].

У неокласичній моделі економічного зростання, яка була розроблена Р. Болдвіним, стверджується, що зниження реальних відсоткових ставок внаслідок створення валютного союзу тимчасово збільшує темпи економічного зростання. Проте, як було сказано вище, зменшення валютних ризиків знижує також обсяги очікуваного корпоративного прибутку. Таким чином, застосування спільної валюти має подвійний ефект: зменшення реальних відсотків, з одного боку, та скорочення очікуваних інвестиційних прибутків – з іншого. Неокласична модель економічного зростання представлена графічно на рис. 1. На горизонтальній осі розміщені розміри капіталу на одного виробника, на вертикальній – випуск продукції на одного виробника. Лінія $f(k)$ є виробничою функцією. Рівновага в цій моделі встановлюється тоді, коли межа продуктивності капіталу дорівнює відсотковій ставці, за якою споживачі відмовляються від майбутнього споживання. Рівновага досягається в точці A , в якій лінія rr (її нахил дорівнює відсотковій ставці) є дотичною до виробничої функції. За цієї моделі економічне зростання можливе лише за умови зростання чисельності населення або зовнішніх технологічних змін.

Рисунок 1

Неокласична модель економічного зростання [6]



Застосовуючи цю модель до валютного союзу, припустимо, що скасування валютних ризиків веде до зменшення системних ризиків та зниження відсоткових ставок (рис. 2). Зниження відсотків робить лінію rr пологішою, внаслідок чого рівновага переміщується з точки A в точку B і супроводжується акумуляцією додаткового капіталу та динамікою економічного зростання. У новій точці рівноваги обсяги капіталу і виробництва на одного виробника збільшилися. Отже, зниження реальних відсоткових ставок внаслідок створення валютного союзу тимчасово збільшує темпи економічного зростання.

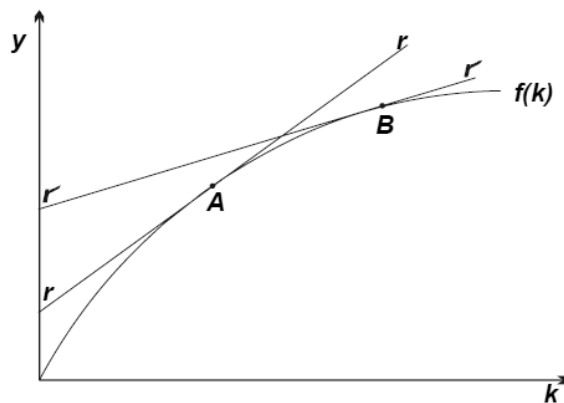
Умови, необхідні для ефективної валютної інтеграції, розглядаються в теорії оптимальних валютних зон (ОВЗ). Оптимальна валютна зона передбачає наявність фіксованого курсу між валютами і обмежений діапазон плаваючих валютних курсів по відношенню до валют інших країн.

Теорія оптимальних валютних зон намагається дати відповідь на обширне запитання: яка оптимальна кількість валют може використовуватися в одному регіоні? Складності в розв'язанні даного завдання приводять до невисокої точності теорії оптимальних валютних зон у процесі її використання. Виділяють два напрямки розвитку теорії оптимальних валютних зон. Дослідники першого напрямку в основі поклали пошук найважливіших економічних характеристик, щоб визначити уявні межі валютних курсів (1960-ті рр. – 1970-ті рр.). Другий напрямок (1970-ті рр. – до сьогодні) передбачає, що будь-яка окрема країна може відповідати всім вимогам, щоб стати оптимальним членом валютного союзу. В результаті дослідники другого підходу не перебувають у пошуку відповідних ознак, визначених як важливих для вибору учасників в оптимальній валютній зоні. В даному випадку основна увага приділяється

ся вивченню витрат і вигод для країни, яка має намір взяти участь у валютній зоні. Витрати та вигоди порівнюються, і питання участі у валютному союзі стає багато в чому емпіричною проблемою. Згодом в теорії оптимальних валютних зон враховується «Критика Лукаса», ендогенні критерії оптимальності валютних зон і сучасних макроекономічних теорій [13].

Рисунок 2

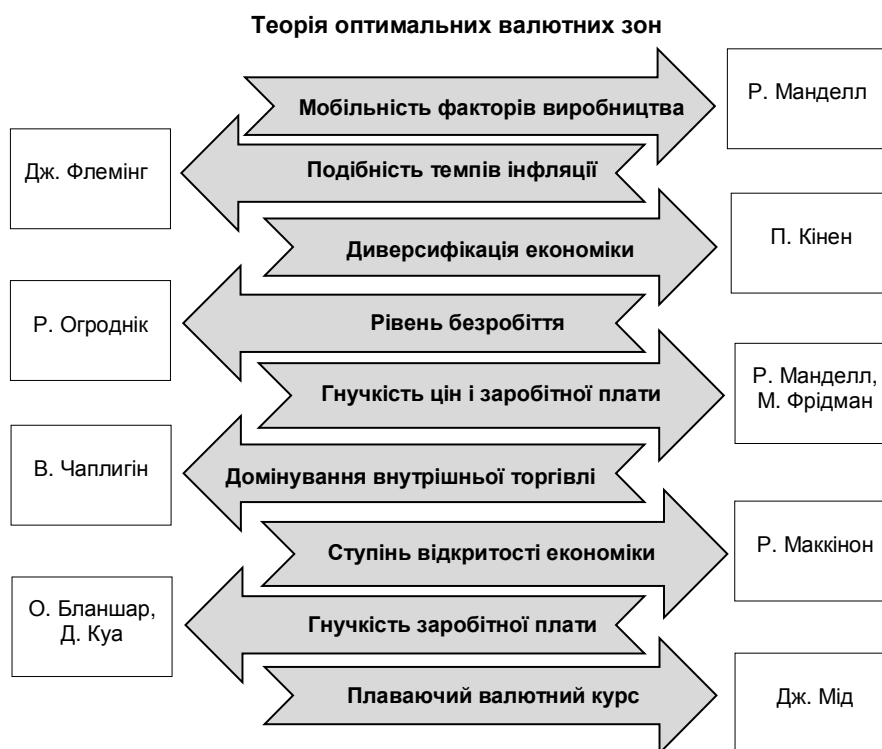
Неокласична модель економічного зростання – ефект валютного союзу [3]



На практиці оптимальні валютні зони зустрічаються у вигляді валютних союзів. Оптимальна валютна зона, за визначенням Манделла (1961 р.), є «територією, в якій валютні курси фіксуються». Згідно з цим же визначенням, спільна валютна зона є наступним кроком інтеграції з прийняттям однієї спільної валюти серед членів валютного союзу. Дослідники визначають такі необхідні структурні передумови для оптимальної валютної зони: Манделл (1961 р.) стверджує, що високий ступінь мобільності факторів виробництва є важливим компонентом, Маккіннон (1963 р.) в якості попередньої умови визначає інтенсивність торгівлі та інтеграції, Кенен (1969 р.) досліджував регіональні структури виробництва для диверсифікації продукції, щоб визначити, чи буде регіон підходити під оптимальну валютну зону. Однак інші вчені вважають необхідними для країни, щоб стати кандидатом валютного союзу, і такі фактори, як подібність темпів інфляції, подібні або синхронні бізнес-цикли та певною мірою політика конгруенції [23]. Основні фактори, що впливають на формування спільних валютних зон, зображені на рис. 3.

Рисунок 3

Основні фактори і дослідники теорії оптимальних валютних зон
[3; 20; 21; 24; 27]



Г. Тавлас підсумував основні критерії теорії оптимальних валютних зон і показав їх значення (табл. 1). Однак до сьогодні немає загальної згоди щодо відносної важливості всіх цих критеріїв та їх взаємозв'язку один з одним. Нещодавня криза в Аргентині показує, що недостатньо задовольняти лише деякі з критеріїв ОВЗ. Коли Аргентина виконувала основні критерії заміщення валюти, маючи при цьому високий рівень доларизації, її економіка була досить закритою щодо торгівлі і характеризувалася невисоким рівнем внутрішньої економічної гнучкості. Неспроможність валютної ради забезпечити фінансовий, грошово-кредитний порядок призвела до трагічних результатів [27].

Таблиця 1

Критерії оптимальних валютних зон [27]

Критерії	Значення для оптимальних валютних зон
1. Мобільність факторів виробництва	Альтернативні механізми регулювання.
2. Гнучкість цін і заробітної плати	
3. Відкритість економіки та її розмір	Високий ефект пропуску (pass-through effect) може зробити валютний курс неефективним. Висока відкритість економіки зменшує втрати від Кейнсіанського регулювання за умов фіксованого курсу.
4. Інтеграція товарних ринків	Сприяє торгівлі всередині регіону та робить коливання валютного курсу більш витратним.
5. Дивесифікація сировинних товарів	Шоки, як правило, швидко минають, зменшуючи необхідність регулювання.
6. Фіскальна інтеграція	Трансфери між державами зменшують регулятивний тиск у короткотерміновій перспективі.
7. Подібність темпів інфляції	Зниження витрат на спільну грошово-кредитну політику.
8. Волатильність реального обмінного курсу	Впливає на ступінь регулювання економіки.
9. Політичні фактори	Зобов'язання координації валютних курсів та монетарних політик.
10. Фінансова інтеграція	Може сприяти фінансуванню платіжних дисбалансів. Споживачі в державах із різним рівнем економічного розвитку можуть розподілити між собою ризики. Проте в цій ситуації плаваючий курс валют може виявитись ефективнішим.
11. Фінансова нестабільність	За умов нестабільності рівня спекуляцій висока мобільність капіталів може зробити використання плаваючого курсу більш затратним.
12. Структура шоків	
а) автоматична стабілізація	Короткострокові шоки можуть компенсувати один одного. Різні моделі можуть функціонувати по-різному в умовах плаваючих та фіксованих курсів.
б) симетричні середньострокові шоки	Менші втрати від спільної грошово-кредитної політики.
в) оптимальна вибірковість	Оптимальні заходи політики залежать від характеру шоків.

Критерії	Значення для оптимальних валютних зон
13. Оптимальне державне фінансування	Може вплинути на втрати від фіксованих курсів. Оптимальний варіант інфляційного податку відповідає відмінностям рівнів інфляції.
14. Нова класична політика неефективності	Відмова від автономної монетарної політики не буде надто затратною.
15. Інформаційність цін та кількісних сигналів	Чим більша варіативність монетарних збурень у порівнянні з реальним виробництвом, тим менше невизначеності у подоланні шоків та менше регулювання реальних курсів валют. Якщо ж економічні агенти не зможуть відрізнити локальні шоки від зовнішніх, то реакція реальних курсів валют буде меншою.
16. Непослідовність та проблеми довіри	Створює прецедент використання фіксованих курсів як засобу зобов'язання для посилення дисципліни.
17. Доларизація зобов'язань	Плаваючий курс підвищує ризик негативного впливу на платіжний баланс через знецінення валюти.
18. Ендогенність ОВЗ	Не потрібно повністю відповідати критеріям для вступу країни у валютний союз. Фіксовані курси генеруватимуть сигнали, які зменшуватимуть затрати на його застосування.

Р. Манделл у своїй роботі [21] стверджував: чим більший розмір оптимальної валютної зони, тим вища цінність валюти через зниження трансакційних витрат для агентів. Спільна валюта як засіб обміну автоматично виключає витрати конвертації і форвардних покриттів, необхідних при плаваючому обмінному курсі. Ще один важливий момент, пов'язаний з валютною інтеграцією, – підвищення ефективності фінансових операцій і ризик менеджменту на фінансовому ринку. Збільшення кількості доступних фінансових інструментів дасть змогу як кредиторам, так і позичальникам підвищити диверсифікацію своїх портфелів за допомогою придбання або продажу активів з різним ризиком [22].

Об'єднання країн у валютний союз має позитивно позначитися на торгівлі між ними. Питання впливу валютної інтеграції на двосторонню торгівлю між країнами детально досліджене в роботах Роуза, Енгеля, Франкеля, Барро [11; 12; 24; 26].

Поряд з усіма вигодами від об'єднання існують також витрати, які, найімовірніше, доведеться нести країнам, залученим до процесу об'єднання.

Перш за все, це неможливість більше використовувати плаваючий обмінний курс як інструмент стабілізації платіжних балансів після впливу різних шоків.

Іншим важливим недоліком режиму фіксованого обмінного курсу або валютної інтеграції для потенційних учасників є втрата незалежності в проведенні грошово-кредитної політики. Незалежність у даному випадку означає, що влада проводить політику, яка ефективна тільки для даної країни або регіону. Втрата контролю над національною валютою є загрозою для державності (Ichiyama, 1975 р.). Поки існують відмінності в рівнях цін, продуктивності, заробітних платах, при фіксованому курсі країнам з профіцитом платіжного балансу буде завжди зарожувати інфляція, а країнам, що мають дефіцит, – постійна депресія і безробіття. При підвищенні рівня безробіття в даному регіоні буде адекватна м'яка грошово-кредитна політика, тоді як при зростанні інфляції, навпаки, може знадобитися її посилення. Причини, за якими при валютній інтеграції країна втрачає незалежність грошово-кредитної політики, зручно розглядати в контексті так званого «несумісного трикутника», або «неможливої трійці» (рис. 4).

Рисунок 4

Схема «неможливої трійці» [3; 4; 21]



Логіка такого трикутника полягає в тому, що умови, які перебувають у кутах, не можуть бути виконані одночасно. Країна повинна вибрати тільки два з них і пожертвувати третім.

Ідея створення оптимальних валютних зон знайшла своє практичне значення у формі регіональних валютних зон. В основі регіональних валютних зон лежать різні причини, серед яких історичні, «екзистенційні», економічні й особливо політичні. Важливість політичних чинників прослідковується в процесі створення незалежної Німеччини в 1871 р. (як і в 1990 р., коли східна

і західна частини Німеччини були об'єднані) та багатьох інших держав (Швейцарія та Італія). Так звані «екзистенційні» причини були характерні для групи географічно малих країн (Сальвадор, Кірібаті, Ліхтенштейн, Монако, Науру і Ватикан), де прийняття та легалізація валюти країни-партнера зовнішньої торгівлі були необхідністю. Для повноти картини зазначимо, що є також країни, де більш ніж одна валюта циркулює в межах своїх кордонів (Гонконг і Макао). Найбільш відомим та економічно сильним прикладом регіональних валютних зон є, безумовно, Європейський валютний союз (ЕВС), заснований у безготівковій формі в 1999 р. [10].

Регіональні валютні угруповання в Європі та поза її межами

Перші офіційні кроки до європейської монетарної інтеграції відбувались приблизно в той же час, з якого ідуть витoki теорії оптимальних валютних зон (табл. 2). У 1962 р. Комісія ухвалила так званий Меморандум Марджоліна, що може вважатися формальним стартом монетарної інтеграції в Європі. Даний Меморандум став приводом для дискусії про введення спільної валюти, а також передбачав введення низки заходів монетарної співпраці. Курси валют країн-членів Європейської економічної спільноти (ЄЕС) ніколи не були прямо фіксованими, незважаючи на прив'язку їх усіх до долара США. У згаданий період стабільність валютних курсів усе ще гарантувалась Бреттон-Вудською угодою, тому не було нагальної потреби у новому інституційному регулюванні для європейських валют. Згідно з умовами Меморандуму, в 1964 р. був створений Комітет управителів із представників національних центральних банків країн ЄЕС. Впродовж років важливість Комітету для розробки та впровадження заходів монетарної співпраці поступово зростала. Саме ним було підготовлено перший варіант Статуту Європейського центрального банку в 1990 р.

Таблиця 2

Генезис європейської монетарної інтеграції [2; 7; 10]

1958 р.	Формування Монетарного комітету.
1962 р.	Пропозиція створення економічного та валютного союзу членів Європейської економічної спільноти (ЄЕС) вперше сформульована у так званому Меморандумі Марджоліна.
1964 р.	Створення комітету для інституалізації співпраці центральних банків країн ЄЕС.

1970 р.	У Звіті Вернера намічається план створення економічного та монетарного союзу до 1980 р.
1972 р.	Запровадження «валютної змії» флуктуації валютних курсів учасників ЄЕС.
1973 р.	Створено Європейський фонд монетарної співпраці з метою регулювання «валютної змії».
1974 р.	Рада ECOFIN прийняла рішення про прискорення конвергенції економічних політик.
1979 р.	Створено Європейську монетарну систему.
1988 р.	Європейська комісія доручає комітету експертів під керівництвом Жака Делора («Комітету Делора») розробити пропозиції щодо запровадження Європейського економічного та монетарного союзу (ЄЕМС).
1989 р.	Європейська рада погоджує проект реалізації ЄЕМС у три етапи.
1990 р.	Старт першого етапу ЄЕМС у липні.
1993 р.	Вступає в силу Договір про Європейський Союз (Маастрихтський договір).
1994 р.	Початок другого етапу ЄЕМС і створення Європейського монетарного інституту.
1997 р.	Європейська комісія погоджує Пакт про стабільність та зростання.
1998 р.	Бельгія, Німеччина, Іспанія, Франція, Ірландія, Італія, Люксембург, Нідерланди, Австрія, Португалія та Фінляндія погоджуються виконати необхідні заходи до запровадження євро в якості спільної валюти; призначені члени виконавчої ради ЄЦБ.
1998 р.	ЄЦБ та ЄСЦБ (Європейська система центральних банків).
1998 р.	ЄЦБ оголошує стратегію та оперативні інструменти спільної монетарної політики, яку будуть впроваджувати із 1 січня 1999 р.
1999 р.	Старт третього етапу ЄМС; євро введено в обіг; курс конверсії зафіксовано безповоротно; запроваджується спільна монетарна політика в зоні євро.
2001 р.	Греція приєднується до зони євро.
2004 р.	Центральні банки десяти нових членів ЄС приєдналися до ЄСЦБ.
2007 р.	Словенія приєдналась до зони євро.
2008 р.	Кіпр та Мальта приєдналися до зони євро, а Болгарія та Румунія вступили до ЄС і ЄСЦБ.
2009 р.	Словаччина приєдналась до зони євро.
2011 р.	Естонія приєдналась до зони євро.
2014 р.	Латвія приєдналась до зони євро.
2015 р.	Литва приєдналась до зони євро.

До кінця 1960-х рр. міжнародне середовище зазнало значних змін, викликаних стійким дефіцитом поточного рахунку платіжного балансу США та появою інфляційного тиску, що підсилювався першим «нафтовим шоком». Бреттон-Вудська система зазнала краху в 1971 р., а до того серед країн ЄЕС, котрі проводили розрізнену економічну політику, почалось протистояння валютних курсів і навіть нависла загроза розпаду митного союзу та спільного аграрного ринку. Для подолання зазначених викликів був розроблений так званий Звіт Вернера, який передбачав досягнення економічного і валютного союзу впродовж декількох етапів до 1980 р. І хоча остаточна ціль, яка полягала в створенні монетарного союзу, так і не була досягнута вчасно, проте деякі елементи Звіту таки були імplementованими. Так, у 1972 р. була запроваджена «валютна змія» узгодженого режиму коливань валютних курсів для країн ЄЕС¹.

З плином часу монетарна співпраця ставала все тіснішою, а зовнішня та внутрішня валютна стабільність почала відігравати важливу роль. Спостерігається конвергенція рівнів інфляції, зменшується надмірна волатильність курсів, розвиваються торговельні відносини та покращується загальний економічний стан залучених країн. Однак брак фіскальної конвергенції залишається джерелом протистоянь, адже в деяких країнах спостерігається серйозний дефіцит бюджету.

Європейська монетарна система (ЄМС) проіснувала із 1979 р. до введення євро у 1999 р. Курс валют базувався на ЕКЮ, вартість якого визначалась як середня зважена курсів усіх дванадцяти залучених на той момент валют. І хоча жодна із валют формально не вважалась якорем, проте німецька марка та Бундесбанк були беззаперечним центром ЄМС. Протягом цього періоду можна виділити чотири основні фази і кілька періодів турбуленцій.

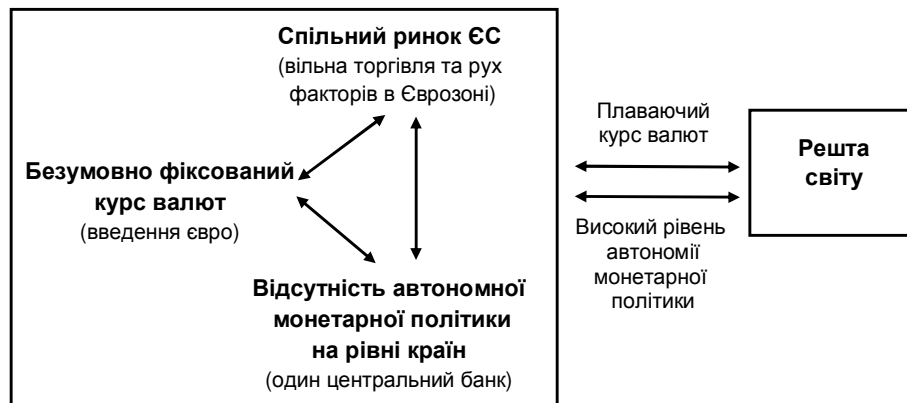
Перша фаза тривала із 1979 р. по 1985 р. і відзначалась все ще наявністю контролю ринку капіталів на місцях та значними відмінностями у рівнях інфляції, бюджетного дефіциту й державного боргу між країнами. Номінальна конвергенція так і не була досягнута. Через фіксовані курси валют виникали тривалі дисбаланси, котрі вимагали частих уточнень офіційних паритетів², що періодично викликало запитання доцільності введення Європейського механізму регулювання валютних курсів (ERM).

¹ Країни-члени МВФ, згідно зі Смітсонівським договором, зобов'язувались підтримувати коливання курсів власних валют відносно долара США в діапазоні $\pm 2,25\%$ (так званий «тунель»), країни ж ЄЕС додатково дозволили взаємне коливання курсів між собою у вужчих межах – до $\pm 1,125\%$ («міні-тунель», чи «змія»), запровадивши систему, відому під назвою «змія в тунелі». Заради справедливості варто відмітити, що такий режим виявився недовговічним: у 1973 р. країни ЄС скасували ліміти коливань відносно долара (тобто змія вийшла за межі тунелю) та розширили діапазон взаємних флуктуацій до $\pm 2,25\%$. Загалом до кінця 1970-х рр. лише 5 із 9 країн ЄЕС стабільно притримувались режиму «змії» (Німеччина, Данія і країни Бенілюксу), решта ж відмовились від нього раніше.

² Загалом протягом першої фази відбулось дев'ять уточнень паритетів.

Друга фаза тривала із 1986 р. по 1991 р. Протягом цього періоду деякі (але не всі) члени ЄМС зуміли вгамувати інфляційні процеси та довести їх до німецького рівня (взагалі протягом цього періоду ЄМС часто називали Зоною німецької марки). Кількість уточнень паритетів валют знизилась³, контроль руху капіталів був послаблений та згодом заборонений у 1990 р. Враховуючи так звану «неможливу трійцю» (одночасне досягнення вільного руху товарів та факторів виробництва, автономії монетарної політики і фіксованих валютних курсів), усі центральні банки ERM де-факто відмовились від незалежної монетарної політики (рис. 5).

Рисунок 5

Європейський спосіб подолання «неможливої трійці» [10]**Європейський Союз / Єврозона**

Третя фаза ЄМС тривала від вересня 1992 р. по березень 1993 р. та ознаменувалась чи не найбільшою кризою усього механізму ЄМС. Дисбаланс паритетів продовжував зростати (хоча й меншою мірою, ніж у минулому) через неспроможність деяких країн вгамувати інфляцію. Надто жорстка політика Бундесбанку, голосування на референдумі в Данії проти Маастрихтського договору та переоцінка деяких валют, які призвели до численних спекулятивних атак, майже знищили ЄМС. Велика Британія та Італія змушені були покинути ERM (Італія повернулась у 1996 р.), а його межі флуктуації розширили від $\pm 2,25\%$ до $\pm 15\%$.

³ Три уточнення до 1987 р.

Четверта фаза тривала до запуску євро, дозволивши принципам фіксованих курсів валют продовжити функціонування (хоч і на значно м'якших умовах). 11 країн ЄЕС безповоротно зафіксували курси своїх валют для переходу на євро. У січні 1999 р. був запроваджений ERM II⁴, який передбачав скасування кошика ЕКЮ та введення євро в якості валюти-якоря.

Із 1999 р. можна де-факто вести мову про існування Європейського валютного союзу (ЄВС): євро вводиться спершу в безготівковий, а із 2002 р. – у готівковий обіг. Інституційне регулювання монетарної політики здійснюють ЄСЦБ та ЄЦБ. До 11 країн-ініціаторів поступово долучаються ще 8 країн, формуючи зону євро.

Окрім країн ЄВС, сьогодні євро також використовується 6-ма країнами поза межами ЄС та 4-ма заморськими територіями країн ЄС. Курси валют 22 країн за межами зони євро прив'язані до євро. Євро стало другою за обсягами світовою резервною валютою (його частка перевищує 20% світових резервів).

Останні роки виявились дуже складними для ЄВС: боргова криза, яка спіткала Ірландію, Португалію і особливо Грецію; ефект Брекзит – ці та інші події дають підстави євроскептикам говорити про колапс усієї системи євроінтеграції. Натомість робляться спроби реформувати архітектуру ЄЕМС (перший етап реформ завершився у 2015 р., другий етап – так званий «Звіт п'яти президентів» – запланований на період 2015–2025 рр.).

Роль теорій оптимальних валютних зон (ОВЗ) у формуванні «обличчя» Європейського економічного та валютного союзу є доволі невизначеною. Ключовими аргументами Звіту Делора (1989 р.), який згодом став основою Маастрихтського договору, були досягнення мінімізації ризиків від волатильності валютних курсів. Деякі дослідники вважають, що дані аргументи не мають прямого зв'язку чи принаймні досить побіжно стосуються положень теорії оптимальних зон [21]. Концепція ОВЗ прямо не згадується у Звіті Делора, більш того, в одному із наступних звітів «Єдиний ринок, єдина валюта» (1990 р.) міститься критика положень ранніх теорій ОВЗ.

Парадоксально те, що саме звіт «Єдиний ринок, єдина валюта» відновив повторний інтерес до концепцій ОВЗ. Проте емпіричні дослідження не показали сильного впливу волатильності курсів валют на розвиток торгівлі чи рух інвестицій. Відмічалось, що монетарна уніфікація є лише окремим випадком зменшення волатильності, що приводить до усунення невпевненості у валютних курсах, зменшення трансакційних витрат та хеджування.

Слід враховувати, що теорії ОВЗ здебільшого акцентують увагу на позитивних ефектах від монетарної інтеграції, тоді як формування та управління

⁴ Валютам дозволялось коливатись у межах $\pm 15\%$ по відношенню до курсу євро. Країна повинна принаймні протягом двох років входити до режиму ERM II для вступу в євросону.

ня монетарним союзом – переважно нормативний процес. При цьому необхідно враховувати два історичних етапи європейської інтеграції: «псевдовалютний союз» (характерний для ЄМС) та «повний валютний союз» (типовий для ЄВС).

Емпіричні дослідження «оптимальності» Європейського економічного та монетарного союзу в основній масі пов'язані з чотирма аспектами. По-перше, робились спроби оцінки наслідків відмови від плаваючого валютного курсу через вимірювання коваріації зовнішніх шоків для учасників союзу і рівня впливу симетричних та асиметричних шоків. По-друге, вимірювався рівень внутрішньої диверсифікації європейських країн, здійснювалась диверсифікація реальних шоків на територіально-специфічні та галузевоспецифічні. По-третє, досліджувалась роль міграції робочої сили у процесі міжнародного і міжрегіонального регулювання. І, по-четверте, останнім часом з'явилась велика кількість досліджень можливого впливу самого союзу на розмір та природу екзогенних шоків, рівень мобільності робочої сили тощо.

Більшість дослідників погоджується, що ЄВС є валютним союзом країн, який не відповідає умовам теорії ОВЗ [15; 18]. Серед найбільш суперечливих умов можна виділити: відносно низьку транскордонну мобільність робочої сили, відсутність наднаціонального механізму фіскального акумулювання та трансферу, високу диференціацію рівня внутрішніх цін, низький рівень відкритості торгівлі, відмінності в національних економічних структурах.

Проте ЄВС є не єдиним прикладом монетарного союзу. У табл. 3 наведені регіональні монетарні угруповання за межами Європи.

Таблиця 3

Регіональні монетарні угруповання за межами Європи [2; 19]

Монетарний союз	Валюта	Центральний банк
Східнокарибський валютний союз (1950 р.)	Східнокарибський долар (прив'язаний з 1976 р. до долара США, раніше – до британського фунта)	Центральний банк Східних Карибів
Центральноафриканський економічний та монетарний союз (1945 р.)	Центральноафриканський франк CFA (прив'язаний до французького франка, тепер – до євро)	Банк держав Центральної Африки
Західноафриканський економічний та монетарний союз (1945 р.)	Західноафриканський франк CFA (прив'язаний до французького франка, тепер – до євро)	Банк держав Західної Африки

Досвід кризи єврозони, що триває із 2012 р., та глобальної фінансової кризи 2008–2009 рр. демонструє серйозну загрозу стабільності монетарних союзів, яку несуть за собою фінансові шоки у поєднанні з реальними дисбалансами економіки. Валютні союзи, які не приділяли достатньої уваги фінансовій інтеграції учасників у період економічного зростання, можуть спостерігати різкий спад серед країн-боржників. Сповільнення припливу капіталів призводить до банківських та структурних криз у таких країнах. Шанси на успіх валютної зони залежать від ефективних інститутів і політики, спрямованої на врегулювання асиметричних фінансових та реальних потрясінь, які впливають на її членів. За відсутності таких механізмів фінансові потрясіння можуть і надалі стимулювати деструктивні процеси у банківській системі, призводити до структурних та приватних боргових криз, тим самим дестабілізуючи валютні союзи.

Чисті вигоди від приєднання до валютної зони змінюються із плином часу. Те, що спершу може видатись успішним валютним альянсом, якому судилося «жити разом довго і щасливо» (перше євродесятиліття), може стати союзом із потужними відцентровими силами в моменти асиметричних шоків, які перевіряють життєздатність об'єднання (друге євродесятиліття). Більш «жорсткий» союз міг би запропонувати достатню кількість механізмів акумуляції ресурсів для забезпечення стабільності союзу. Однак формування більш жорсткого союзу може викликати проблеми координації. Рух у напрямку банківського союзу та створення додаткових загальносоюзних наднаціональних інститутів можуть призвести в результаті до проблем морального ризику [9; 16; 18].

Валютні союзи країн, що розвиваються, які прив'язують курси національних валют до глобальних стабільних «якорів», дають змогу стримувати галопуючу інфляцію (як приклад можна розглянути франк CFA). Тим не менш, вони також стикаються із проблемою неможливості використання автономної монетарної політики для подолання асиметричних реальних та фінансових потрясінь (наприклад, торгових шоків), а також зовнішніх потрясінь, які впливають на обмінні курси світових валют. Валютні союзи із помірною фінансовою інтеграцією між її членами можуть зіткнутися зі складними динамічними проблемами. Обмежене фінансування може зменшити ризики поширення асиметричних фінансових шоків, стабілізуючи цим самим валютний союз, але це відбуватиметься за рахунок секторів, які залежать від зовнішнього фінансування. Для країн із сировинно-експортною орієнтацією членство у валютному союзі може стримувати диверсифікацію виробництва, посилюючи вплив «голландської хвороби» в довготерміновій перспективі та погіршуючи умови торгівлі. Аналогічні проблеми притаманні також різним варіантам фіксування курсів валют⁵.

⁵ Фіксований режим валютного курсу Казахстану став однією з останніх жертв падіння цін на сировинні товари, що привело до переходу на плаваючий обмінний курс у серпні 2015 р. Падіння цін на нафту і девальвація в Росії та Китаї в геометричній прогресії збільшували вартість підтримки валюти по відношенню до долара. Азербайджан послідував за Казахстаном при переході до плаваючого курсу в грудні 2015 р., після девальвації приблизно на 25% в лютому 2015 р.

Теорія оптимальних валютних зон: можливості для України

Теорії оптимальних валютних зон викликали підвищену зацікавленість і з боку українських науковців та політиків при обґрунтуванні вибору стратегічного вектора економічної (включаючи монетарну) інтеграції. Незважаючи на те, що сьогоднішні політичні реалії фактично розв'язали для України дану дилему, відкинувши східний напрям інтеграції, концепція ОВЗ все ще може бути корисною для загальної оцінки доцільності монетарної інтеграції, аналізу її потенційних вигод чи недоліків та обраних інструментів політики валютного курсу.

Звичайно, більша частина наукових доробок, присвячених емпіричному значенню теорій ОВЗ для України, які проводились у докризовий період, стосувалась аспектів монетарної інтеграції в рамках СНД [4]. Однак однозначного висновку щодо доцільності чи готовності України до валютної інтеграції з країнами пострадянського простору чи Західної Європи так і не було зроблено, оскільки результати одних досліджень свідчили на користь інтеграції, а за результатами інших – формування валютного союзу в межах того чи іншого угруповання країн супроводжуватиметься значними економічними втратами (табл. 4).

Таблиця 4

Результати окремих докризових досліджень доцільності інтеграції країн СНД

Автори (роки)	Країни, що включені в аналіз	Висновок
О. Терещенко (2001, 2003)	Білорусь та Росія	Неготовність економічних систем цих країн до валютного союзу. Необхідність значних кроків для досягнення стану готовності.
С. Дробишевський, Д. Полевой (2004, 2007)	12 країн СНД	Із 13 показників по 8 Україна задовольняє умови теорії оптимальних валютних зон, Білорусь – 6 та Казахстан – 10. Отже, загалом найбільш готовими до валютного союзу з Росією є Казахстан, потім Україна і Білорусь.

Автори (роки)	Країни, що включені в аналіз	Висновок
В. Чаплигін, А. Хюго-Галлет, К. Ріхтер (2006)	Білорусь, Казахстан, Росія, Україна	Створення союзу є невиправдано дорогим з погляду зростання нестабільності і зменшення виробництва. Економічні втрати від формування союзу в довгостроковому періоді будуть найменшими для Росії, дещо більшими для України та Казахстану, значними для Білорусі. В короткостроковому періоді найбільше постраждають Україна і Казахстан.
Т. Савченко, М. Ребрик, Д. Казарінов (2012)	Білорусь, Казахстан, Росія, Україна	Існують цілком достатні фінансові передумови для валютної інтеграції 4-х країн, існує лише застереження щодо Білорусі, адже тільки 3 із 8 досліджених показників свідчать про часткову конвергенцію Білорусі з іншими трьома країнами. Проте автори застерігають, що остаточні висновки щодо цієї проблематики будуть зроблені за результатами подальших досліджень.
Д. Майерс, В. Корхенен (2006)	Білорусь, Казахстан, Росія, Україна	Союз буде дуже нерівноправним, адже Росія є найбільшою за різними показниками. Існує потреба у розробці дієвого механізму балансування національних інтересів.
А. Урсу (2010)	Білорусь, Казахстан, Росія, Україна	Перевірка по всіх чотирьох країнах виявила, що для них характерною є часткова конвергенція. В результаті утворення союзу голландська хвороба російської економіки, цілком можливо, пошириться на захід, отже, втрати від формування такого союзу зростуть. Якщо виключити Україну з моделі, то для трьох країн, які залишаються, характерна повна коінтеграція.

Джерело: Шумська С. С. Теорія оптимальних валютних зон: критерії та аналіз показників, що характеризують інтеграційні процеси в Україні та СНД / С. С. Шумська // Економічна теорія. – 2013. – № 4. – С. 48–65.

Одне з останніх досліджень дієвості критеріїв ОВЗ для України на основі статистичних даних до 2012 р. проведено С. Шумською. Серед показників для перевірки критеріїв ОВЗ виділено: волатильність взаємних реальних обмінних курсів, волатильність та кореляцію показників реального сектору, грошового й інфляційного показників, відносні розміри економік і взаємної торгівлі. Так, результати розрахунку показують, що значення стандартного відхилення для коливань реального обмінного курсу гривні до євро (0,16) виявилось меншим, ніж для двостороннього курсу гривня / рос. рубль (0,22). Отже, згідно з критерієм волатильності курсу, за умови приєднання до Митного союзу Україна може мати більші втрати (а тому й більш сильними повинні бути механізми вирівнювання у сфері внутрішніх цін і заробітної плати), ніж за умови орієнтації на зону євро.

2014–2015 рр. стали справжнім періодом випробувань для України, який ознаменувався низкою економічних шоків. Чи не найболючішими серед них були валютні. Неспроможність Національного банку України впоратись із викликами, що постали перед державою, у т. ч. внаслідок російської агресії, привела до глибинної валютної кризи, найпомітнішим проявом якої стала різка девальвація національної грошової одиниці [2].

За останнє десятиліття економіка України вдруге переживає важкі кризові явища, спричинені макроекономічними дисбалансами, що накопичувалися задовго до кризових 2008 р. та 2014 р. Окрім низки факторів, що були передумовами обох кризових періодів, режим де-факто фіксованого валютного курсу зумовлював зростання зовнішньоторговельного дефіциту, який у передкризові роки фінансувався головним чином надходженнями ПІІ та зовнішніми запозиченнями. Однак у кризові роки, коли доступ до міжнародних ринків капіталу погіршувався, приплив капіталу змінювався на відплив, у результаті чого формувалася потужний девальваційний тиск [3].

Підписавши Угоду про асоціацію з ЄС, Україна взяла на себе зобов'язання реформи фінансового сектору, кінцевою метою якої має стати повна лібералізація валютного ринку та транскордонних потоків капіталу. У процесі даної фінансової лібералізації доцільно вивчити міжнародний досвід для вибору відповідного темпу та послідовності реформ, що дасть змогу повною мірою використати переваги вільного руху капіталу та мінімізувати ризики, пов'язані з волатильністю його потоків. Досвід миттєвої фінансової лібералізації (наприклад, в Ізраїлі, Аргентині) наочно демонструє, що за відсутності належної макростабільності та розвинутих фінансових ринків шоківі механізми можуть суттєво поглибити економічну кризу.

В Україні ситуацію з трьома компонентами «неможливої трійці» можна сформулювати таким чином: в умовах вільного руху капіталу підтримка обмінного курсу гривні припускає відмову від регулювання грошово-кредитних показників. Іншими словами, неможливо таргетувати інфляцію, не відпусти-

вши гривню у «вільне плавання» і / або не встановивши обмеження руху капіталу [3].

Нещодавні дослідження економістів МВФ також свідчать, що країни, які запровадили контроль за потоками капіталу до світової рецесії, менше постраждали від різкого економічного спаду. Вибір регулятивних інструментів залежить від багатьох факторів: стану економіки, рівня резервів, стабільності національної валюти, природи потоків капіталу тощо [1].

Необхідно відмітити, що валютна інтеграція України та держав ЄС далеко не передбачає введення в обіг на території України єдиної європейської валюти, згідно з постулатами теорії оптимальних валютних зон (принаймні не в перспективі найближчих десятиліть). Це насамперед процес зближення інститутів національних валютних систем та інструментів валютної політики, координація цілей валютної політики для покращення зовнішньоекономічних зв'язків. Засобами даного процесу можуть стати: проведення спільних консультацій, формування механізму валютного регулювання на основі нової парадигми, приєднання до міждержавних валютно-кредитних і фінансових організацій.

Потенційними перевагами валютної інтеграції України з державами ЄС можуть стати: зниження тотальної залежності грошового обігу від долара США; удосконалення валютної структури міжнародних резервів НБУ та зовнішніх запозичень; розвиток кредитного співробітництва з ЄС; підвищення ліквідності ринку європейської валюти в Україні; запровадження прямих котирувань євро до гривні [1].

За станом на сьогоднішній день жоден із розглянутих вище варіантів валютної інтеграції України – чи то утворення єдиної валютної зони на території країн СНД (неможливе через політичні причини), чи приєднання до зони євро – не є практично доцільним через потенційно негативні наслідки для вітчизняної економіки внаслідок різних (за рівнем розвитку та ефективності у нас та країнах-партнерах) монетарних трансмісійних механізмів, фіскальних систем, фондових ринків. Необхідно визнати, що в Україні поки не існує передумов для того, щоб у близькій перспективі пройти всі етапи інтеграції, необхідні для входження до валютного союзу. Цьому об'єктивно заважають недостатній розвиток промислового потенціалу, дуже різний соціально-економічний устрій, багатоукладність та відсутність поліцентричної структури.

Висновки

В основу більшості досліджень процесів регіональної валютної інтеграції покладено теорію оптимальних валютних зон, яка з часу її формулювання Р. Манделлом зазнала значних еволюційних змін. Розширені умови та

критерії теорії оптимальних валютних зон, які необхідні для ефективної валютної інтеграції. Хоча до сьогодні немає загальної згоди щодо відносної важливості всіх цих критеріїв та їх взаємозв'язку один з одним.

Монетарна інтеграція ЄС стала логічним завершенням тривалого процесу і, як наслідок, формування ЄВС із взаємопов'язаними та взаємозалежними грошово-кредитними й економічними компонентами. Не всі об'єднання настільки ефективні в процесі їх монетарної інтеграції, зокрема в зв'язку з тим, що вона істотно обмежує можливості найбільш простих методів регулювання фінансової політики країни. Багато ініціатив щодо валютних союзів протягом тривалого часу залишаються в стадії переговорів. Та, незважаючи на такі здобутки, деякі дослідники стверджують, що ЄВС є валютним союзом країн, який не відповідає умовам теорії ОВЗ, оскільки існує ряд суперечливих умов: відносно низька транскордонна мобільність робочої сили, відсутність наднаціонального механізму фіскального акумулювання та трансферу, висока диференціація рівня внутрішніх цін, низький рівень відкритості торгівлі, відмінності в національних економічних структурах.

Для України відкриття європейського ринку і підписання Угоди про асоціацію з ЄС є, безумовно, значущим та необхідним для забезпечення її подальшої інтеграції у глобальний економічний простір. У таких умовах особливої важливості набуває процес зближення інститутів національних валютних систем та інструментів валютної політики ЄС і України, координація цілей валютної політики для покращення зовнішньоекономічних зв'язків.

Література

1. Козюк В. В. Фіскальний вимір теорії оптимальних валютних зон у світлі дивергенції ЄВС / В. В. Козюк // Економічна теорія. – 2014. – № 3. – С. 82–98.
2. Ліщинський І. Вплив регіоналізації ринків нафти на динаміку валютних курсів та процеси валютної інтеграції / І. Ліщинський, М. Лизун // Економічний простір. – 2015. – № 100. – С. 13–23.
3. Савельєв Є. Валютні режими і валютнокурсова політика України у вимірах «благословенної» і «неблагословенної» трійці / Є. Савельєв, Т. Сіску // Журнал європейської економіки. – 2016. – Т. 15, № 2. – С. 143–171.
4. Сибирская А. Методологические аспекты валютной интеграции / А. Сибирская // Беларуская думка. – 2014. – № 10.
5. Balassa B. The Theory of Economic Integration / B. Balassa. – London : Allew and Unwin, 1961.

6. Baldwin R. On the Growth Effects of 1992 / R. Baldwin // *Economic Policy*. – 1989. – № 11.
7. Baldwin R. The euro's trade effects / R. Baldwin // *ECB Working Paper*. – 2006. – № 594.
8. Bini-Smaghi L. The Policy History of the Maastricht Treaty: the Transition to the Final Stage of EMU / L. Bini-Smaghi, T. Padoa-Schioppa, F. Papadia // *CEPR The Monetary Future of Europe*, Centre for Economic Policy Research. – London, 1993.
9. De Grauwe P. The Governance of a Fragile Eurozone / P. De Grauwe // *CEPS Working Documents, Economic Policy*. – 2011. – May.
10. Francesco Paolo Mongelli. European economic and monetary integration and the optimum currency area theory / Francesco Paolo Mongelli // *Economic Papers* 302. – 2008. – February.
11. Frankel J. A. The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria / J. A. Frankel, K. R. Andrew // *The Economic Journal*. – 1998. – Vol. 108, № 449.
12. Frankel J. The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria / J. Frankel, A. Rose // *Economic Journal*. – 1998. – July. – P. 1009–1025.
13. Horváth Roman. Optimum Currency Area Theory: A Framework for Discussion about Monetary Integration / Horváth Roman, Luboš Komárek // *Warwick Economic Research Papers*, 2002.
14. James C. Ingram. The Case For European Monetary Integration Essays / James C. Ingram // *International Finance*. – 1973. – № 98.
15. Jonung Lars. It can't happen, it's a bad idea, it won't last: US economists on the EMU and the Euro, 1989–2002 / Jonung Lars, Drea Eoin // *Econ Journal Watch* 7.1. – 2010. – P. 4–52.
16. Joshua Aizenman. Optimal Currency Area: A 20th Century Idea for the 21st Century? / Joshua Aizenman // *NBER Working Paper*. – 2016. – № 22097. – March.
17. Kotlan V. EMU and Asymmetric shocks: A Survey of Adaptation and Insurance Mechanisms / V. Kotlan, M. Machacek // *Finance a uver*, 51. – 2001. – № 10. – P. 514–527.
18. Krugman P. Revenge of the optimum currency area / Paul Krugman // *NBER Macroeconomics Annual* 27. – 2012. – № 1. – P. 439–448.
19. Lyzun M. Evolution of regional monetary integration / M. Lyzun // *Сборник доклади. Юбилейна международна научна конференция «Развитието на Българската икономика – 25 години между очакванията и реалности-*

- те» (Свищов, Бългaрия, 20–21 ноември 2015 р.). – Свищов, 2015. – С. 54–62.
20. McKinnon R. Mundell, the Euro and Optimum Currency Areas / R. McKinnon // *Journal of Policy Modeling*. – 2000. – 22 (3). – P. 311–324.
 21. Mundell R. A Theory of Optimum Currency Areas / R. Mundell // *American Economic Review*. – 1961. – September. – P. 657–665.
 22. Mundell R. Currency Areas, Volatility and Intervention / R. Mundell // *Journal of Policy Modeling*. – 2000. – № 22 (3). – P. 281–299.
 23. Obiyathulla Is math Bacha A common currency area for ASEAN. Issues and feasibility // *Applied Economics*. – 2008. – № 40. – P. 515–529.
 24. Peter B. Kenen. Currency Unions and Trade: Variations on Themes by Rose and Persson DP/2002/08 Discussion Paper Series (2002).
 25. Rodrik D. The Real Exchange Rate and Economic Growth: Theory and Evidence / D. Rodrik // John F. Kennedy School of Government Harvard University Cambridge, MA 02138. – 2007. – August.
 26. Rose A. One Money One Market: Estimating the Effect of Common Currencies on Trade / A. Rose // *Economic Policy*. – 2000.
 27. Tavlas G. S. The «New» Theory of Optimum Currency Areas / G. S. Tavlas // *The World Economy*. – 1993. – № 16 (6). – P. 663–685.
 28. Thomas D. Willety. Asian monetary cooperation: perspectives from the optimum currency area analysis / Thomas D. Willety // *The Singapore Economic Review*. – 2010. – Vol. 55, № 1. – P. 103–124.
 29. Willett T. D. Crying for Argentina / T. D. Willett // *The Milken Institute Review*. – 2002. – 2nd Quarter. – P. 50–59.
 30. Wyplosz C. European Monetary Union: The Dark Sides of a Major Success / C. Wyplosz // *Economic Policy*. – 2006. – April (46). – P. 207–247.

Стаття надійшла до редакції 18 липня 2016 р.