

УДК 336.74

Шемет Т.С.
кандидат економічних наук,
доцент кафедри банківської справи
Київського національного економічного університету
імені Вадима Гетьмана

РЕЖИМ ВАЛЮТНОГО ПРАВЛІННЯ В ІНТЕГРАЦІЙНОМУ КОНТЕКСТІ

Статтю присвячено аналізу ролі і значення режиму валютного правління як одного з інструментів досягнення стратегічних інтеграційних пріоритетів валютної політики держави. Увагу сконцентровано на тих особливостях режиму валютного правління, які розкривають його інтеграційний характер. Головний висновок полягає у важливості ролі режиму валютного правління для розвитку інтеграційних процесів на регіональному і глобальному рівнях, розвитку та реалізації інтеграційної складової грошово-кредитної політики.

Ключові слова: режим валютного курсу, валютна рада, валютна інтеграція.

Шемет Т.С. РЕЖИМ ВАЛЮТНОГО ПРАВЛЕНИЯ В ИНТЕГРАЦИОННОМ КОНТЕКСТЕ

Статья посвящена анализу роли и значения режима валютного правления как одного из инструментов достижения стратегических интеграционных приоритетов валютной политики государства. Внимание сосредоточено на тех особенностях режима валютного правления, которые раскрывают его интеграционный характер. Главный вывод заключается в важности роли режима валютного правления для развития интеграционных процессов на региональном и глобальном уровнях, развития и реализации интеграционной составляющей денежно-кредитной политики.

Ключевые слова: режим валютного курса, валютное правление, валютная интеграция.

Shemet T.S. CURRENCY BOARD REGIME IN THE CONTEXT OF INTEGRATION

The article deals with the analyses of the role and importance of a currency board as a tool for achieving the strategic integration priorities of monetary policy of a State. The attention is concentrated on those features of currency board which highlight its integration nature. The main conclusion is of the important role of the currency board regime for the development of integration processes at regional and global levels, the development and implementation of an integration component of monetary policy.

Keywords: exchange rate regime, currency board, monetary integration.

Постановка проблеми. Валютна політика держави, будучи невід'ємною частиною загальноекономічної політики, містить дві ключові складові: заходи стратегічного характеру та поточні, підпорядковані досягненню стратегічних цілей. Реалізація стратегії євроінтеграції України вимагає формування адекватної валютної політики на основі всебічного аналізу її теоретичних і практичних аспектів у контексті валютної інтеграції.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Режим обмінного курсу та критерії його вибору – неодмінна складова сучасних наукових досліджень, присвячених обґрунтуванню валютної політики держав у різні історичні періоди. Т. Байомі (*T. Bayoumi T.*), А. Гош (*A. Ghosh*), Е. Леві-Єяті (*E. Levy-Yeyati*), Дж. Острі (*J.D.Ostry*), К. Рейнхарт (*C.Reinhart*), А. Роуз (*A. Rose*), К. Рогофф (*Kenneth S. Rogoff*), Н. Рубіні (*N. Roubini*), А. Свобода (*A. Swoboda*), Дж. Франкель (*J. Frankel*), М. Фрідман (*M. Friedman*), Дж. Шамбо (*Jay Shambaugh*), Ф. Штурценеггер (*F. Sturzenegger*) та ін. зробили суттєвий вклад у дослідження еволюції валютно-курсних режимів, розробку теоретико-методологічних засад обґрунтування оптимального режиму валютного курсу для трансформаційних економік та нових ринкових країн.

Низка праць відомих вітчизняних учених О. Береславської, Я. Белінської, А. Гальчинського, Ф. Журавки, В. Козюка, З. Луцишин, С. Михайличенка, А. Мороза, В. Міщенко, М. Савлука, С. Яременка та ін. присвячена проблемі вибору оптимального режиму валютного курсу для України та макроекономічним аспектам наслідків такого вибору.

Як зазначає О. Береславська, режим валютного курсу є одним з елементів національної валютної системи і важливою складовою економічної та грошово-кредитної політики кожної країни. Він характеризує довгострокові цілі відносно можливої курсової динаміки національної валюти, які встановлює монетарна влада в країні, а також методи їх до-

сягнення [1, с. 98]. У більшості сучасних наукових праць з проблем валютної політики переважає саме цей підхід, коли режими валютного курсу розглядаються як інструмент реалізації цільових параметрів обмінного курсу. Визнаючи важливість даного напрямку досліджень, вважаємо, що не менш важливим є аналіз ролі і значення валютно-курсних режимів для розвитку інтеграційних процесів регіонального та глобального рівнів, розробки і реалізації інтеграційної складової валютної політики держави.

Постановка завдання. Метою даної статті є висвітлення ролі і значення режиму валютного правління (*currency board*) як одного з інструментів досягнення стратегічних інтеграційних пріоритетів валютної політики держави.

Виклад основного матеріалу дослідження. Теоретичні витоки режиму валютного правління сформувалися ще у 30-40-х рр. XIX ст. у Великій Британії як результат гострої полеміки навколо валютного регулювання між представниками різних теоретичних шкіл. Зокрема, представники грошової школи – Роберт Торренс (*Robert Torrens*), лорд Оверстоун (*Lord Overstone*) наполягали на обмеженні кількості грошей в обігу та виступали за жорсткий контроль пропозиції грошей, унаслідок чого національна валюта була б прив'язана до курсів іноземних валют. Згідно з їхньою «грошовою доктриною» кількість грошей в обігу повинна бути обмежена величиною, еквівалентною певній кількості цінних паперів, а випуск грошей понад цю величину повинен точно відповідати змінам національних запасів монетарних металів [2, с. 10-18]. Ця ідея започаткувала режим валютного правління.

Вперше валютне правління було впроваджене у 1849 р. на Маврикії. Отже, найбільш очевидним історичним аргументом на користь інтеграційної природи валютного правління є функціонування даного валютного режиму у межах британської колоніаль-

Таблиця 1
 Впровадження режиму валютного правління

№ з/п	Країни і території	Рік упровадження режиму валютного правління	Валюта прив'язки
1	Маврикій	1849	Англійський фунт стерлінгів
2	Фолклендські острови	1899	Англійський фунт стерлінгів
3	Бермуди	1915	Долар США
4	Гібралтар	1927	Англійський фунт стерлінгів
5	Фарерські острови	1940	Данська крона
6	Джибуті	1949	Долар США (спочатку французький франк)
7	Антигуа і Барбуда	1962	Доллар США
8	Гренада	1965	Долар США
9	Домініка	1965	Долар США
10	Сент-Кітс і Невіс	1965	Долар США
11	Сент-Люсія	1965	Долар США
12	Сент-Вінсент і Гренадіни	1965	Долар США
13	Бруней	1967	Сінгапурський долар
14	Кайманові острови	1972	Долар США
15	Гонконг	1983	Долар США
16	Аргентина	1991	Долар США
17	Естонія	1992	Німецька марка
18	Литва	1994	Долар США
19	Боснія і Герцеговіна	1996	Німецька марка
20	Болгарія	1997	Німецька марка

Джерело: складено автором за [6], [7]

ної імперії. С. Моїсєєв відзначає, що у XIX столітті зароджується так зване валютне правління – режим грошово-кредитної політики, в умовах якої колонії зобов'язані підтримувати фіксований обмінний курс національної валюти до валюти метрополії на основі підтримки балансу між накопиченими резервами валюти, цінними паперами Великобританії та «національними» грошима колоніальної країни. Також валютним правлінням називався грошово-кредитний орган, що забезпечував реалізацію такої політики [3, с. 69-112].

З XIX ст. до завершення процесу деколонізації стерлінгова зона об'єднувала різні території навколо стерлінгів подібно до «серії концентричних кіл» [4, с. 66]. Валютна рада була інституціональним грошовим механізмом, який характеризує найближче з цих кіл, включаючи колонії та найбільш залежні території, такі як протекторати і мандати. У більшості незалежних держав, незважаючи на жорстку прив'язку до фунта стерлінгів, не було ніяких валютних рад. Друге коло складалося з самокерованих домініонів Співдружності – Австралії, Нової Зеландії, Південної Африки. Третє коло охоплювало кілька країн, які підтримували безліч торговельних і фінансових зв'язків з Великою Британією. Валютна рада досягла свого піку за часів стерлінгової зони і була ядром останньої, а також основним інструментом валютної інтеграції найбільш залежних територій Британської імперії.

Мережа валютних правлінь, слугувала опорою

британському фінансовому сектору. По-перше, резерви валютних правлінь складалися зі стерлінгових активів. Колонії демонстрували стійкий попит на боргові зобов'язання Великобританії і її домініонів. У результаті державні витрати покривалися за рахунок підконтрольних територій. По-друге, за допомогою фіксації обмінного курсу регулювалося співвідношення цін між метрополією і колоніями. Вибираючи рівень фіксації валютного курсу, метрополія визначала ціну на колоніальну сировину. По-третє, валютні правління не виконували функцію кредитора останньої інстанції. На відміну від розвинених країн, де роль кредитора останньої інстанції виконував центральний банк або банківські коаліції, здійснювати підтримку місцевим колоніальним банкам не було кому. У результаті, іноземні банки одержували значні переваги на фінансовому ринку колоній [5, с. 143].

Використання валютного правління досягло свого піку у повоєнному постколоніальному світі, після чого внаслідок прагнення незалежної монетарної політики з боку колишніх колоній відбувся масовий перехід до інституту центрального банку. У 1990-х рр. валютні правління відновилися в перехідних економіках, які обрали німецьку марку за якірну валюту: в Естонії, Литві та Болгарії у 1992, 1994 та 1997 рр. відповідно; у Латвії з прив'язкою до колишнього спеціальних прав запозичення; з 1 січня 2011 р. Естонія перейшла на єдину європейську валюту євро (табл.1).

Використання режиму валютного правління зазвичай пов'язується з його здатністю сприяти стабілізації економіки. Режим валютного правління передбачає зобов'язання випускати та погашати свої грошові зобов'язання за фіксованим обмінним курсом, що означає необхідність тримати валютні резерви в сумі не меншій, ніж сукупні грошові зобов'язання. Більш того, це єдині умови, на яких валютне правління може здійснювати обмінні операції за своїми грошовими зобов'язаннями, іншими словами, валютне правління, у своїй чистій формі, не може надавати кредит. За таких умов навіть короткострокові процентні ставки стають повністю незалежними від дій внутрішніх органів грошово-кредитного регулювання: ринковий арбітраж тісно пов'язує процентні ставки зі ставками за якірною валютою.

З-поміж негативних ефектів режиму валютного правління найчастіше у науковій літературі згадуються такі: по-перше, цей режим вимагає відмови Центрального банку від ролі кредитора останньої інстанції, по-друге, сповільнює адаптацію економіки до зовнішніх шоків та спричиняє дефляційні тенденції.

За умов відсутності кредитора останньої інстанції країни з валютним правлінням обирають високий ступінь відкритості для іноземного капіталу, що зумовлює високий ступінь вразливості банківських систем цих країн і провокує виникнення банківських криз. У Панамі та Аргентині, наприклад, капітал фінансових установ майже повністю належить іноземним банкам. У Європі шведські та фінські банки у пошуках нових ринків повернулися до двох країн Балтії з валютним правлінням – Естонії та Латвії. На хвилі кризи ліквідності 1995 р. Аргентина намагалася йти цим курсом. Після відмови ФРС від інституціоналізації прямих відносин Аргентина розпочала переговори в основному з міжнародними американськими комерційними банками щодо кредитів стэнд-бай, які мали забезпечити додаткові ресурси у разі тиску на ліквідність банків.

Аналогічно процедура рефінансування банків-

ської системи в Естонії здійснювалася на скандинавських міжбанківських ринках. Отже, спроба знайти зовнішнього суб'єкта, здатного взяти на себе функцію кредитора останньої інстанції, є рішенням проблеми відсутності останнього. Цей механізм нагадує колоніальні валютні правління, у яких місцеві банки, здебільшого відділення комерційних англійських банків і Банку Англії, були непрямыми кредиторами останньої інстанції.

Таким чином, можна зробити перший висновок: упровадження валютного правління веде до зміцнення прямих або непрямих зв'язків з фінансовою системою країни-емітента якірної валюти.

Відсутність свободи поповнення ліквідності за умов валютного правління вимагає ретельнішого з'ясування наслідків даного механізму. Передусім треба взяти до уваги, що для забезпечення зростання повинні дотримуватися деякі конкретні умови. Нееластичність пропозиції грошей впливає на попит та пропозицію кредитних грошей і у цей спосіб негативно впливає на економічну діяльність.

Згідно із загальноприйнятою думкою в економіці з режимом валютного правління комерційні банки зберігають своє право створювати гроші, але ця влада є більш обмеженою порівняно з традиційною системою, яка контролюється центральним банком, проте на практиці органи грошового регулювання не можуть впливати на ліквідність фінансової системи. Суворе дотримання принципу нееластичності пропозиції грошей посилює обмеження ліквідності, пов'язане з банківською практикою. Таким чином, динаміка кредитування може бути значно змінена. Спроможність банківської системи задовольняти попит виробничого сектора на посередницькі послуги обмежується обсягом доларів США, акумульованим банківською системою [8, с. 7-8]. Ділова активність може бути сповільнена через кредитну кризу, спричинену обмеженням ліквідності.

Описана ситуація розкриває рестрикційний характер впливу режиму валютного правління на економіку. За винятком Панами або Гонконгу, де спостерігався розвиток ринків капіталу та фінансових інновацій, регулярний приплив долара – центральна умова здатності місцевих банків до фінансування потреб бізнесу. Грошова експансія залежатиме від експорту товарів до країни-емітента якірної валюти або залучення інвестицій з цієї країни.

Згідно з поглядами посткейнсіанців відсутність гнучкого постачання грошової маси з боку Центрального банку не впливатиме на обсяг кредитування, але матиме вплив на ціну кредиту [9]. У сучасній капіталістичній економіці головна роль банків у світлі потреби бізнесу у кредитуванні полягає у створенні кредитних грошей «з нічого». Як тільки кредитні гроші створені, банкам необхідно рефінансувати себе, звертаючись до центрального банку. У разі відмови центрального банку, процентні ставки різко зростають. Отже, процентні ставки приречені бути вищими, ніж в економіці з центральним банком. Валютне правління, таким чином, стимулює регулярне зростання економіки у середньостроковій і довгостроковій перспективі та структурні надлишки платіжного балансу. Одним з варіантів є профіцит рахунку поточних операцій, хоча для нової або наздоганяючої економіки це не самий реалістичний сценарій. Від'ємне сальдо поточного рахунку може бути компенсоване стабільним припливом капіталу, наприклад, у формі прямих іноземних інвестицій. Важливо забезпечити чистий приплив доларового (у разі прив'язки до долара) капіталу у довгостроковій

перспективі. На нашу думку, це підкреслює дуальну природу режиму валютного правління.

По-перше, якщо економіка здатна забезпечити профіцит рахунку поточних операцій та / або для залучення іноземного капіталу, то вона має більш сприятливі умови для внутрішнього фінансування діяльності шляхом банківського кредитування та динамічного зростання. Дійсно, згідно із загальноприйнятою точкою зору, збільшення резервів веде до покращення ліквідної позиції банків та, як наслідок, покращує можливість кредитування. Якщо погодитись з посткейнсіанськими поглядами щодо ендогенності кредитних грошей, то вплив профіциту на зростання є позитивним, оскільки сприяє зниженню місцевих процентних ставок.

По-друге, якщо економіка не в змозі забезпечити профіцит рахунку поточних операцій, то поширеним заходом є обмеження кредитних ресурсів (традиційна точка зору) або попиту на кредит (з погляду ендогенності грошей).

Потенціал зростання економіки з валютним правлінням залежить від можливостей експорту її товарів до країни-емітента якірної валюти і залучення інвестицій з цієї країни. Іншими словами, країни з валютним правлінням повинні збільшувати виробництво. В іншому випадку можливості для експорту та зростання можуть бути обмежені. У цьому випадку може виникати потреба реструктуризації економіки для приведення її у відповідність з економікою країни якірної валюти.

Таким чином, можна зробити другий висновок: для забезпечення сприятливої динаміки зростання економіки з режимом валютного правління є необхідним високий ступінь торговельних та інвестиційних зв'язків з країною-емітентом якірної валюти, тобто економічна та фінансова інтеграція.

Незалежна валютна і незалежна грошова політика держави скасовуються за умов валютного правління, отже, уразливість економіки до асиметричних шоків незаперечна. Валютне правління зумовлює значні витрати з точки зору втраченого реального зростання у довгостроковій перспективі, оскільки не в змозі стабілізувати виробництво після асиметричних шоків. Регулювання економічної активності та зайнятості суттєво ускладнюється.

На перший погляд, органи грошово-кредитного регулювання, позбавлені права використовувати гнучкість обмінного курсу та політику процентної ставки, можуть переключитися на фіскальну політику. Однак доведено, що і ці можливості за умов валютного правління є обмеженими [10]. Незалежна податково-бюджетна політика неможлива, оскільки немає іншого механізму фінансування дефіциту, крім запозичень за ринковою процентною ставкою. Наприклад, режим валютного правління не дає змоги монетизації дефіциту державного бюджету. Тривалий державний борг збільшує тиск у напрямку девальвації або дефолту і підживляє довіру до цього режиму (як в Аргентині). Отже, рестрикційна бюджетна політика має залишатися нормою навіть у період економічного спаду.

Загалом, практично припиняється проведення суверенної валютно-курсової, грошово-кредитної і податково-бюджетної політики. За цих умов тягар коригування головним чином лягає на ціни і заробітну плату. При цьому слід враховувати, що масштаби коригування номінальної заробітної плати, як правило, менші, ніж масштаби коригування цін. Якщо заробітна плата виявляється недостатньо гнучкою, то інструментом регулювання може бути рівень зайнятості, що уповільнює досягнення поставлених цілових параметрів і знижує його ефективність.

Донедавна більшість країн з валютним правлінням поступово «приспособувалися» до обмежень регулювання шляхом пом'якшення наслідків. Рубіні назвав цю стратегію «шахрайською», розробленою з метою відновлення дискреційних механізмів впливу на грошову масу [11]. Але ці інструменти не є дійсно ефективними, і вони негативно впливають на довіру. Оптимальним варіантом залишається повна інтеграція з країною-емітентом якірної валюти як механізм захисту від шоків. Інша стратегія – розробка інституційних та політичних угод щодо передавання ресурсів або субсидування, тобто певного передавального механізму компенсації негативних наслідків, пов'язаних з асиметричними шоками. Отже, третій висновок з викладеного вище: міцна економічна інтеграція з країною-емітентом якірної валюти є передумовою запобігання негативних наслідків, спричинених внутрішніми та зовнішніми фундаментальними потребами в економіках з валютним правлінням.

Переваги і недоліки режиму валютного правління узагальнено автором у табл. 2.

Таблиця 2

Основні переваги та недоліки режиму валютного правління

Переваги	Недоліки
Довіра до розробки грошово-кредитної політики за трьома напрямками: управління фінансами, стабілізація валютного курсу, стратегія грошово-кредитної політики	Втрата грошового суверенітету
Низькі процентні ставки у зв'язку з низькою ймовірністю девальвації валюти	Відсутність доступних заходів з кризового менеджменту для банків, які мають тимчасові проблеми з ліквідністю
Стимулює реформування банківської системи та державних фінансів у зв'язку з відсутністю кредитора останньої інстанції та монетизації боргу	Неможливість адаптації до зовнішніх шоків, використовуючи номінальний обмінний курс, як інструмент реагування на відхилення реального валютного курсу від його рівноважного рівня. Грошово-кредитні та податково-бюджетні обмеження скорочують можливості управління попитом, отже відповідь на шоки має забезпечуватися інститутами ринку праці, що потребує більше часу і є більш болючим

Джерело: узагальнено і складено автором за [3], [4], [7]

Висновки з проведеного дослідження. Проведений аналіз особливостей режиму валютного правління як

інструменту досягнення стратегічних інтеграційних пріоритетів валютної політики держави дає змогу зробити низку висновків в інтеграційному контексті щодо наслідків уведення даного режиму:

- валютне правління зміцнює прямі або непрямі зв'язки з фінансовою системою країни-емітента якірної валюти;

- умовою зростання економіки з режимом валютного правління є високий ступінь торговельних та інвестиційних зв'язків з країною-емітентом якірної валюти, тобто економічна та фінансова інтеграція;

- міцна економічна інтеграція з країною-емітентом якірної валюти сприяє пом'якшенню негативних наслідків дії внутрішніх та зовнішніх шоків в економіках з режимом валютного правління.

БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Береславська О.І. Проблеми вибору оптимального режиму валютного курсу / О.І. Береславська // Науковий вісник Національного університету ДПС України (економіка, право). – 2011. – № 1 (52). – С. 98–104.
2. Eltis W. Lord Overstone and the Establishment of British Nineteenth-Century Monetary Orthodoxy / W. Eltis // Oxford University Discussion Papers in Economic and Social History. – 2001. – № 42. – С. 10–18.
3. Моисеев С.Р. Денежно-кредитная политика: теория и практика [Текст]: учеб. пособие / С.Р. Моисеев. – М.: Московская финансово-промышленная академия, 2011. – 784 с. (Университетская серия).
4. Cohen B. The Future of Sterling as an International Currency / B. Cohen. – London: Macmillan, 1971. – 260 с.
5. Коваленко М. Емісійна діяльність Національного банку України: вплив режиму валютного правління / М. Коваленко // Публічне управління; теорія та практика. – 2012. – № 2 (10). – С. 139–148.
6. CIA. The World Factbook 1994-95/ CIA. – Brassey's Inc, July 1994. – 420 p.
7. Ghosh A. R. Currency Boards: The Ultimate Fix? / Atish R. Ghosh, Anne-Marie Gulde, and Holger C. Wolf // IMF Working Paper. – 1998. – № 98/8. – 22 p.
8. Cencini A. What Future for the International and the European Monetary Systems? / A. Cencini // Quaderni di ricerca del «Laboratory of Research in Monetary Economics». – 2001. – № 4. – 27 p.
9. Lavoie M. Foundations of Post-Keynesian Economic Analysis (New Directions in Modern Economics series) / M. Lavoie. – Aldershot: Edward Elgar Pub, 1994. – 480 p.
10. Izurieta A. Dollarization: A Dead End [Електронне джерело] / A. Izurieta // Jerome Levy Institute Working Paper. – 2002. – № 344. – Режим доступу: <http://128.118.178.162/eps/mac/papers/0203/0203006.pdf>.
11. Roubini N. The Case against Currency Boards: Debunking 10 Myths about the Benefits of Currency Boards. – Stern School of Business, New York University, February 1998 [Електронний ресурс] / N. Roubini. – Режим доступу: <http://home.aubg.bg/faculty/ssullivan/intfin/tenmyths.html>.