

Лизун М.В.,

к.е.н., доцент,

доцент кафедри міжнародної економіки,

Тернопільський національний економічний університет

ВАЛЮТНІ СОЮЗИ: ТЕОРЕТИЧНІ ПІДХОДИ ДО ТРАКТУВАННЯ ТА МОТИВАЦІЯ СТВОРЕННЯ

Анотація. В роботі розглянуто, а також систематизовано теоретичні підходи до розуміння сутності валютних союзів. Наведено вимоги, які є своєрідною «програмою-мінімум» для усіх типів валютних союзів: наявність спільної валюти, спільна монетарна політика та спільна зовнішня валютно-курсова політика. Встановлено, що мотивація створення валютних союзів ґрунтується на двох групах переваг: перша група включає зниження втрат від конвертування валют, поступове нівелювання розбіжностей у відносних цінах меншими трансакційними витратами та більшою передбачуваністю інтегрованих товарних та фінансових ринків, а друга група базується на потенційній здатності «дисциплінувати» політичні ініціативи завдяки членству у валютному союзі. Визначено основні аргументи на користь та проти участі у валютному союзі, а також подано їх емпіричну перевірку.

Ключові слова: валютна інтеграція, валютний союз, спільна валюта, валютний курс, монетарна політика, оптимальна валютна зона.

Постановка проблеми. В останні десятиліття спостерігається стрімке прискорення інтеграційних процесів у валютній сфері. Монетарна співпраця стає все тіснішою, а зовнішня та внутрішня валютна стабільність відіграє важливу роль. Особливо зростає інтерес до такої форми економічної інтеграції, як валютний союз. Валютні союзи можуть як приносити значні вигоди країнам-учасникам, так і вимагати великих затрат. При цьому будь-яка країна потенційно може стати учасником валютного союзу, що підкреслює актуальність цієї проблематики.

Найбільш відомим валютним союзом у світі є Єврозона, історія якої пов'язана з більш ніж п'ятдесятирічним досвідом активних процесів економічної і валютної інтеграції. Хоча 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.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Теоретичні основи створення валютних союзів, практичні аспекти їх функціонування досліджували такі вчені, як, зокрема, П. Аллен, Р. Манделл, Б. Коен, П. Кенен, К. де Ванссай, В. Бігнон, Д. Сільва, Б. Баласса, А. Алесіна, Р. Барро, А. Роуз.

Виділення не вирішених раніше частин загальної проблеми. Складність і суперечливість процесів валютної інтеграції визначають необхідність детального теоретичного переосмислення сучасних тенденцій у сфері валютно-фінансових відносин. Незважаючи на те, що опубліковано низку досліджень, присвячених питанням валютної інтеграції на регіональному рівні, існують невирішені питання, пов'язані з особливостями процесів формування валютних союзів.

Мета статті полягає в систематизації теоретичних підходів до трактування валютних союзів, виявленні на цій основі мотивів до їх створення.

Виклад основного матеріалу дослідження. До валютної інтеграції відносять досить різноманітні процеси, що ґрунтуються на двох монетарних режимах [1]:

- 1) доларизація (англ. "dollarization") – одностороннє рішення держави про повне або часткове використання іноземної валюти паралельно із вітчизняною валютою або замість неї;
- 2) формування валютних (монетарних) союзів (англ. "currency/monetary unions") – колективне рішення двох і більше держав про використання спільної валюти.

Основною спільною рисою цих типів валютної інтеграції є їх кінцевий результат, а саме скорочення кількості валют в обігу, або валютна уніфікація.

Класичне трактування валютного союзу запропонував у 1976 р. П. Аллен, який виділяв три його принципові критерії [2] (рис. 1).

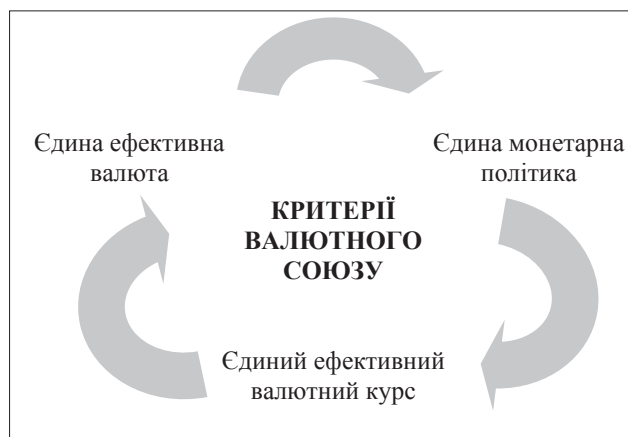


Рис. 1. Мінімальні критерії валютного союзу

Джерело: сформовано автором на основі [2; 3]

- 1) Наявність спільної валюти, а у разі декількох валют – повної взаємної конвертованості валют на умовах незмінно фіксованого валютного курсу (тобто створення єдиної ефективної валюти); можливі три сценарії введення спільної валюти:

- введення наднаціональної спільної валюти (наприклад, євро в ЕВС ЄС);
- спільне використання вже наявної національної валюти (південноафриканський ранд в Єдиній валютній зоні держав Південної Африки);
- збереження окремих національних валют із жорстко фіксованим взаємним курсом обміну, абсолютною конвертованістю та статусом легального платіжного засобу у кожній із країн об'єднання (історичний приклад валютного союзу Бельгії та Люксембургу до введення євро).

2) Спільна монетарна політика, включаючи наднаціональне регулювання монетарної бази та обумовлення здатності комерційних банків до створення грошей. Нині відомі чотири типи інституційної імплементації монетарної політики валютних союзів:

- створення спільного наднаціонального центрального банку (як ЄЦБ в ЄВС);
- наявність лише одного національного центробанку (наприклад, Швейцарський національний банк визначає монетарну політику Швейцарії та Ліхтенштейну);
- функціонування більше ніж одного мультинаціонального центрального банку (як Західноафриканський та Центральнафриканський центральні банки в зоні франку КФА);
- збереження відносної автономії національних центральних банків (історичні приклади Латинського та Скандинавського валютних союзів).

3) Єдиний курс валют до третіх валют, тобто спільна зовнішня валютно-курсова політика, яка виявляється у відмові від індивідуального контролю за валютними резервами держави на користь союзу. Курс валют стосовно третіх країн може бути:

- фіксованим (традиційна фіксація у випадку зони франка КФА, валютна рада в Східнокарибському валютному союзі);
- плаваючим (ЄВС ЄС, ЄВЗ).

Наведені три вимоги є своєрідною «програмою-мінімум» для усіх типів валютних союзів, хоча можливими є й інші інституційні моделі, які вводять додаткові критерії стосовно валюти, ролі центральних банків та рівня економічної та політичної інтеграції між його членами. К. де Ванссай, зокрема, наголошував на тому, що валютні союзи за своєю природою є скоріше політичними, ніж економічними об'єднанням, склад яких змінюється під впливом трансформації геополітичних реалій [3].

В контексті цього твердження варто зазначити, що у західній (особливо американській) літературі іноді розрізняють «звичайні» валютні чи монетарні союзи, які не передбачають подальшої економічної інтеграції держав-членів, окрім введення спільної валюти, та «повноцінні» валютні союзи (англ. *“full-fledged monetary unions”*) із вищим ступенем економічної та політичної інтеграції [4; 5]. У вітчизняній літературі ці два підвиди валютного союзу іноді класифікують так: «валютно-курсовий союз» та «повна фінансова інтеграція» [6].

Дійсно, валютні союзи часто розглядаються як форма регіональної економічної інтеграції, а саме як продовження (а іноді як основа) економічного союзу в рамках системи еволюції п'яти форм інтеграції за Б. Баласою: зони вільної торгівлі, митного союзу, спільного ринку, економічного союзу та політичного союзу [7]. Цей факт також дав привід для дискусії між «монетаристами» і «економістами» про стратегію і терміни створення валютного союзу, зокрема стосовно його проміжної стадії. «Монетаристи» стверджують, що позитивні кроки в напрямі валютної інтеграції сприятимуть зміцненню і прискоренню процесу економічної інтеграції. Такі кроки змусять країни-члени координувати свою економічну і фінансову політику, тим самим зменшуючи відмінності в заробітній платі і цінах, та дадуть змогу легше досягти жорсткості валютного курсу. «Економісти» ж доводять, що на першому місці повинні бути гармонізація політики та реальна економічна інтеграція, а подальші кроки в напрямі валютної інтеграції не повинні бути зроблені до фактичної конвергенції заробітної плати і цін та завершення структурних перетворень [8].

Мотивація створення валютних союзів ґрунтується на двох групах переваг. Перша група, на якій акцентував увагу

ще Р. Манделл у 1961 р. [9], включає зниження втрат від конвертування валют та поступове нівелювання розбіжностей у відносних цінах, викликаних коливанням номінального валютного курсу; меншими трансакційними витратами та більшою передбачуваністю інтегрованих товарних та фінансових ринків. Наявність спільної ефективної валюти завдяки зниженню спекулятивних операцій приводить до меншого рівня волатильності валютного ринку, що збільшує роль валюти як засобу обміну і, ймовірно, приведе до поглиблення інтеграції ринків.

Друга група переваг базується на потенційній здатності «дисциплінувати» політичні ініціативи завдяки членству у валютному союзі, насамперед маються на увазі антиінфляційні заходи, які переважно стають ефективнішими через посилення контролю за монетарними правилами з боку «держави-якоря» чи владних структур валютного союзу [10]. Математичну модель, що включає зобов'язання від участі у валютному союзі, представили А. Алесіна та Р. Барро [11].

Основним аргументом проти валютного союзу, як і у випадку доларизації, є втрата можливості автономного формування монетарної політики відповідно до потреб держави. Проте за певних умов виникає ситуація, коли така втрата стає відносно незначною; іншими словами, сповнюються критерії так званої оптимальної валютної зони (ОВЗ) (англ. *“optimum currency area, OCA”*).

Під ОВЗ розуміють географічну територію, для якої оптимально (в плані добробуту) використовувати єдину чи спільну валюту замість окремої національної. В економічній літературі сьогодні стало фактично каноном оцінювати оптимальність через досягнення трьох цілей: повної зайнятості, внутрішньої цінової стабільності та рівноважного платіжного балансу [10]. Загалом втрати від участі у валютному союзі будуть меншими, а монетарна політика матиме більш схожі орієнтири для країн із максимальним взаємним рухом та конвергенцією економічних «змінних».

Доцільно виділити основні аргументи на користь та проти участі у валютному союзі та подати їх емпіричну перевірку.

Основними перевагами валютного союзу є такі.

1) Зменшення трансакційних витрат. Цей аспект монетарної інтеграції вже розглядався в параграфі, присвяченому інтернаціоналізації валюти. Емпірична модель, запропонована такими вченими, як А. Алесіна та Р. Барро [11], демонструє бажаність валютних союзів в умовах зростання кількості держав та зменшення їх розміру (в моделі трансакційні витрати порівняні до торгових витрат).

2) Зменшення витрат на хеджування ризиків валютно-курсової волатильності [12].

3) Зростання взаємної торгівлі. Найбільш відоме емпіричне підтвердження залежності знаходимо в дослідженні Е. Роуза, який за допомогою гравітаційного моделювання продемонстрував, що обсяг двосторонньої торгівлі між двома країнами, які входять у валютний союз, в середньому у 3,35 рази вищий від торгівлі між іншими країнами [13]. Хоча пізніші уточнення моделі (зокрема, й самого Е. Роуза) продемонстрували зниження ефекту на 100%. В цьому руслі варто згадати також той факт, що дослідження залежності інтенсивності торговельного обігу від типу обмінного курсу (фіксованого чи плаваючого) продемонстрували загалом не надто сильний.

Проте необхідно враховувати, що ефект валютного союзу виходить далеко за межі банальної фіксації валютного курсу. Наприклад, наявність історичних та культурних взаємозв'язків між держави збільшує схильність як до формування валютного союзу, так і до посилення торговельних відносин між

державами. Держави, які «наважились» створити валютний союз, ймовірно, стимулюватимуть інтеграцію в інших сферах, зокрема, гармонізуючи стандарти та знижуючи торговельні бар'єри. За таких умов чистий ефект посилення торгівлі від валютної інтеграції важко кількісно виміряти.

Крім того, у дослідженнях кореляції торговельних наслідків валютної інтеграції неможливо (або важко) адекватно оцінити ефект покидання державою валютного союзу. Історично так склалось, що вихід держави із валютного об'єднання часто супроводжувався війною за незалежність із державою-метрополією, яка одночасно була й емітентом валюти для колонії. Зрозуміло, що при цьому торгівля між воюючими державами практично припинялась. Детальне дослідження цього явища можна знайти в праці Тома і Волша. Навіть якщо воєнних дій не відбувалось, в емпіричних моделях важко відокремити валютну та політичну дезінтеграцію. Спроби оцінити наслідки валютної дезінтеграції для колишніх країн Радянського Союзу та Югославії показали дещо відмінний результат: від різкого скорочення двосторонніх торговельних відносин до більш помірною спаду.

Результати впливу валютного союзу на торгівлю між його учасниками також залежать від способу його створення. У разі використання валюти-якоря більш розвинутої держави ("*client-anchor arrangements*") спостерігається зростання взаємної торгівлі на рівні 50%¹. Тоді як під час створення «повноцінного» валютного союзу із відносно рівномірним розподілом ініціатив та зобов'язань учасників ефект для торгівлі може навіть перевищити результат Е. Роуза [13].

Емпіричне підтвердження ролі валютного союзу для розвитку торговельних відносин між державами-членами ЄС є також досить неоднозначним через високий рівень інтеграції, який вже існував до введення євро. Перше дослідження в цьому напрямі було проведено Мікко та іншими вченими і показало зростання торгівлі на 8–16% порівняно із членами ЄС, що не використовують євро, і на 4–10% порівняно з іншими розвинутими державами. Пізніші уточнення цієї моделі загалом підтвердили позитивний ефект створення ЄВС ЄС на розвиток взаємної торгівлі. Діапазон цього ефекту коливався від 2% у С. Болдвіна до понад 70% у С. ГілПарейя. А одне із останніх досліджень в цьому напрямі [10] взагалі продемонструвало від'ємний ефект (хоч і статистично не значущий), що може свідчити про перевищення ефекту конвергенції нових членів ЄС, багато із яких не використовують євро.

4) Інтенсифікація інтеграційних процесів на ринках капіталу. Згідно з теорією ОВЗ створення валютного союзу повинно сприяти не лише розвитку торгівлі товарами та послугами, але й взаємному обміну активами. Завдяки нижчим трансакційним витратам й усуненню валютних ризиків функціонування валютного союзу приводить до поглиблення та зростання ліквідності фінансових ринків його членів, а також до потенційно вищого рівня взаємних іноземних інвестицій (емпіричні підтвердження можна знайти, наприклад, у дослідженнях [14–16]). Більш інтегровані фінансові ринки підвищують ефективність розміщення капіталу, дають змогу краще диверсифікувати економічні шоки, зменшуючи цим самим їхній негативний вплив на споживання [10].

¹ Іншим цікавим моментом цього дослідження є виявлення критеріїв ймовірності створення валютного союзу; найбільш значущими факторами були названі спільна мова, географічна близькість, постколоніальні відносини та рівень розриву економічного розвитку «клієнта» та «якоря» (чим більший розрив, тим ймовірніший валютний союз)

Економетричне оцінювання ефекту валютних союзів на ринку капіталів стикається із тими ж обмеженнями, які описані в першому пункті про вплив на торгівлю. Аналізуючи результати низки досліджень процесів інтеграції на ринку капіталів в ЄС після створення валютного союзу, можна помітити два найбільш очевидні результати [16–19]:

- стрімку інтеграцію ринку облігацій країн ЄВС ЄС із різким скороченням дисперсії рівня процентних ставок поміж його членами;
- зростання транскордонних купівель акцій та облігацій, а також інтенсивності ПІІ поміж членами ЄВС ЄС.

5) Зменшення рівня інфляції. Створюючи валютні союзи із стабільнішими «державами-якорями», «держави-клієнти» зменшують схильність до інфляції, яка виникає через непослідовну грошово-кредитну політику. Зворотнім боком медалі може стати, звісно, втрата цінової стабільності та загального поступу економічно потужніших держав-членів об'єднання. Однак перші десятиліття функціонування Єврозони спростовують цей традиційний «кошмар» Бундесбанку, навпаки, дамоклів меч дефляції продовжує нависати над ЄС.

Як уже зазначалось, основними недоліками створення валютного союзу є втрата автономності монетарної політики та, відповідно, нездатність держави оперативного реагувати на різного роду шоки за допомогою валютно-курсівих інструментів. Однак кількісно оцінити цю втрату досить складно.

Крім того, практика показує, що навіть ті уряди, які потенційно мають можливість скористатись перевагою автоматичної адаптації валютного курсу у відповідь на шоки, досить часто виявляють так звану боязнь плавання і не користуються цією змогою. Таке небажання використовувати механізми валютно-курсової політики може бути пояснено як наявністю альтернативних інструментів, що видаються більш ефективними на даний момент для суб'єкта макрополітики держави, так й іншими міркуваннями (наприклад, небажання втрачати довгострокову довіру серед резидентів чи спровокувати реакцію типу «розори сусіда» (англ. "*beggar-thy-neighbor*") у торговельних партнерів, чи викликати надмірну структурну нестабільність на фінансових ринках).

Висновки. Підсумовуючи, можна зробити висновок, що більшість переваг створення валютного союзу обумовлюється позитивним впливом збільшення обсягів об'єднаних товарних та фінансових ринків, частковим нівелюванням валютних ризиків, зменшенням трансакційних витрат, пом'якшенням тимчасових зовнішніх шоків за рахунок об'єднання фінансових ринків, а також уникненням шкідливої конкуренції між країнами, що виявляються через валютні війни. Щодо негативних моментів валютних союзів, то втрати від участі у валютному союзі (які одночасно є і критеріями ОВЗ) досить важко однозначно оцінити. Значні структурні реформи, які переважно слідує за створенням валютного союзу, мають на меті зменшити негативні наслідки шоків для держав-членів і принаймні частково замінити традиційні механізми валютно-курсівого балансування.

Література:

1. Kenen P. Regional monetary integration / P. Kenen, E. Meade. – Cambridge University Press, 2008.
2. Allen P.R. Organization and administration of a monetary union / P.R. Allen. – International Finance Section, Dept. of Economics, Princeton University, 1976. – 100 p.
3. De Vanssay X. Monetary unions: a historical perspective / X. De Vanssay // Before and beyond EMU: historical lessons and future

- prospects / edited by Patrick M. Crowley. – London ; New York : Routledge, 2002.
4. Monetary union with a single currency and imperfect credit market integration / [V. Bignon, R. Breton, M.R. Breu]. – FIW, 2015.
 5. Лизун М. Валютні союзи: ретроспективні та сучасні форми / М. Лизун, І. Ліщинський // Економічний простір. – 2017. – № 118. – С. 47–60.
 6. Юрий С. Финансы : [підручник] / С. Юрий, В. Федосов. – К. : Знання, 2008. – 611 с.
 7. Balassa V.A. The theory of economic integration / V.A. Balassa. – R.D. Irwin, 1961. – 328 p.
 8. Ingram J.C. The case for European monetary integration / J.C. Ingram. – International Finance Section, Department of Economics, Princeton University, 1973.
 9. Mundell R.A. A theory of optimum currency areas / R.A. Mundell // The American Economic Review. – 1961. – Vol. 51. – № 4. – P. 657–665.
 10. Silva J.M.C.S. Currency unions in prospect and retrospect / J.M.C.S. Silva, S. Tenreiro. – Centre for Economic Performance, LSE, 2010.
 11. Alesina A. Currency unions / A. Alesina, R.J. Barro. – National Bureau of Economic Research, 2000.
 12. Forlati C. On the benefits of a monetary union: does it pay to be bigger? / C. Forlati // Journal of International Economics. – 2015. – Vol. 97. – № 2. – P. 448–463.
 13. Rose A.K. One money, one market: estimating the effect of common currencies on trade / A.K. Rose. – National Bureau of Economic Research, 1999.
 14. Martin P. Financial super-markets: size matters for asset trade / P. Martin, H. Rey. – HAL, 2004.
 15. Papaioannou E. Costs and benefits of running an international currency/ elias papaioannou, richard portes / E. Papaioannou, R. Portes. – Brussels : Office for Infrastructures and Logistics, 2008. – 93 p.
 16. Lane P.R. The real effects of European monetary union / P.R. Lane // Journal of Economic Perspectives. – 2006. – Vol. 20. – № 4. – P. 47–66.
 17. What lies beneath the euro's effect on financial integration: currency risk, legal harmonization, or trade? / [S. Kalemlı-Ozcan, E. Papaioannou, J.-L. Peydró]. – National Bureau of Economic Research, 2009.
 18. Spiegel M.M. Monetary and financial integration in the emu: push or pull? / M.M. Spiegel // Review of International Economics. – 2009. – Vol. 17. – № 4. – P. 751–776.
 19. The euro and the crisis: perspectives for the Eurozone as a monetary and budgetary union / [N. da C. Cabral, J.R. Gonçalves, N.C. Rodrigues]. – Springer, 2016. – 378 p.

Лизун М.В. Валютные союзы: теоретические подходы к трактовке и мотивация создания

Аннотация. В работе рассмотрены, а также систематизированы теоретические подходы к пониманию сущности валютных союзов. Приведены требования, которые являются своеобразной «программой-минимум» для всех типов валютных союзов: наличие общей валюты, общая монетарная политика и общая внешняя валютно-курсовая политика. Установлено, что мотивация создания валютных союзов основывается на двух группах преимуществ: первая группа включает снижение потерь от конвертации валют, постепенное нивелирование различий в относительных ценах меньшими транзакционными издержками и большей предсказуемостью интегрированных товарных и финансовых рынков, а вторая группа базируется на потенциальной способности «дисциплинировать» политические инициативы благодаря членству в валютном союзе. Определены основные аргументы в пользу и против участия в валютном союзе, а также представлена их эмпирическая проверка.

Ключевые слова: валютная интеграция, валютный союз, общая валюта, валютный курс, монетарная политика, оптимальная валютная зона.

Lyzun M.V. Monetary unions: theoretical approaches and motivation for creation

Summary. The paper considers and systematizes theoretical approaches to understanding the essence of currency (monetary) unions. Kinds of “minimum requirements” for all types of currency unions are highlighted: the existence of a common currency, a common monetary policy, and a common foreign exchange rate policy. It is established that the motivation for creating the monetary unions is based on two groups of advantages: the first group includes the reduction of costs from currency conversion and the gradual levelling of discrepancies in relative prices, lower transaction costs, and greater predictability of integrated commodity and financial markets, and the second group is based on the potential ability to “discipline” political initiatives through membership in the currency union. The main arguments in favour and against participation in the monetary union are determined and their empirical verification is submitted.

Key words: monetary integration, monetary union, common currency, exchange rate, monetary policy, optimum currency area.