

СВІТОВЕ ГОСПОДАРСТВО
І МІЖНАРОДНІ ЕКОНОМІЧНІ ВІДНОСИНИ

УДК 336.74

Лизун М.В.кандидат економічних наук,
доцент кафедри міжнародної економіки
Тернопільського національного економічного університету**ЕКОНОМІЧНА ЕФЕКТИВНІСТЬ ВАЛЮТНИХ РАД
У МЕЖАХ МОНЕТАРНОЇ ІНТЕГРАЦІЇ**

У статті розкривається сутність валютної ради, основні аспекти її застосування в країнах світу. Виокремлено критерії «класичної» валютної ради. Розглянуто способи організації валютних рад у сучасних умовах. Проаналізовано ефективність валютних рад на основі показників макроекономічної стабільності та розвитку: приросту грошової маси, реальної процентної ставки, приросту ВВП, приросту ВВП на душу населення, приросту експорту. Встановлено, що валютні ради переважно супроводжуються нижчими темпами інфляції, приросту грошової маси, реальними процентними ставками, але менш інтенсивними темпами приросту ВВП та експорту.

Ключові слова: валютна рада, грошова маса, інфляція, монетарна інтеграція, валюта, валютний режим.

В статье раскрывается сущность валютного совета, основные аспекты его применения в странах мира. Выделены критерии «классического» валютного совета. Рассмотрены способы организации валютных советов в современных условиях. Проанализирована эффективность валютных советов на основе показателей макроэкономической стабильности и развития: прироста денежной массы, реальной процентной ставки, прироста ВВП, прироста ВВП на душу населения, прироста экспорта. Установлено, что валютные советы преимущественно сопровождаются низкими темпами инфляции, прироста денежной массы, реальными процентными ставками, но менее интенсивными темпами прироста ВВП и экспорта.

Ключевые слова: валютная совет, денежная масса, инфляция, монетарная интеграция, валюта, валютный режим.

Постановка проблеми. Глобалізація світового фінансового простору приводить до злиття фінансових ринків окремих регіонів світу і національних фінансових систем. Як результат, прискорюються процеси консолідації державних грошових систем, що приводить до валютної інтеграції між суверенними державами [1]. Сьогодні монетарна інтеграція виступає процесом координації валютної політики та формування наднаціонального механізму валютного регулювання. Вона включає процеси офіційної валютної уніфікації (повна або паралельна доларизація, формування валютних союзів) та безумовної нормативної регламентації фіксування курсу національної валюти до якоря (валютні ради).

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Теоретичні та практичні аспекти функціонування валютних рад висвітлені у працях таких вчених, як К. Шулер, Г. Вольф, В. Ляшенко, Ж. Декільбе, Козюк В., С. Савельєв, Л. Рівейра-Батіз, Дж. Вільямсон, А. Си, Д. Стасеведж, Ф. Кіфер, Дж. Франкель, І. Ліщинський, А. Гош, С. Беговіч та інші.

Метою статті є аналіз економічної ефективності функціонування валютних рад та визначення їх особливостей у межах монетарної інтеграції.

Виклад основного матеріалу дослідження. Протягом останніх двох століть існували різні способи організації валютних рад. В економічній літературі виокремлюють низку критеріїв так званої «канонічної» чи «класичної» валютної ради (англ. *'orthodox currency board'*). Основні із них:

– введення якоря для національної валюти. Дослідники виділяють три підходи до його вибору: прихильники концепції оптимальних валютних зон наголошують на важливості синхронізації шоків з емітентом якірної валюти; «адвокати» торговельної та інвестиційної інтеграції вказують у бік національних валют основних торговельних партнерів; поборники принципу надійності пропонують «найсильніші» валюти. Іноді, але далеко не завжди, потенційний якір може відповідати всім трьом вимогам. Теоретично прив'язка може відбуватись і до декількох валют [2];

– резерви якірної валюти повинні бути достатніми для конвертації загального обсягу усіх банкнот та монет в обігу (а також загальної суми банківських кредитів у резервному рахунку валютної ради). Зазвичай необхідні валютні резерви оцінювались як 105–110% грошової бази чи 110–115% грошового агрегату M0;

– абсолютна і необмежена конвертованість готівки в національній валюті та валюті-якорі за фіксованим валютним курсом за відсутності обмежень на здійснення операцій по поточному рахунку чи рахунку капіталів;

– валютна рада отримує прибуток лише від процентів за валютними резервами (за вирахуванням витрат на випуск готівки) та не здійснює форвардних обмінних операцій. Згадані резерви іноземної валюти формуються з двох джерел: (1) покриття емісії національної валюти в обмін іноземної; (2) зобов'язання комерційних банків зберігати частину власних резервів на рахунках валютної ради. Перше джерело генерує доходи від сеньйоражу, друге – доходи від обов'язкового резервування (різниця між доходами від інвестицій в іноземні цінні папери та виплатами по мінімальних резервах). Зазвичай чистий дохід валютної ради становить приблизно 1% від річного ВВП держави [3];

– валютна рада не передбачає наявності активної монетарної політики та не надає позик уряду, національним компаніям чи банкам. Єдина її функція – обмін національної валюти на якірну за фіксованим курсом. В умовах режиму валютної ради уряд фінансує свою діяльність лише за рахунок оподаткування та отримання позик, але не за рахунок друку нових грошей;

– валютна рада, на відміну від центральних банків, не здійснює маніпуляцій з обліковою ставкою. Розширення і стискання грошової бази (а отже, і коливання внутрішніх процентних ставок) визначається припливом і відпливом валютних коштів [4]. Прив'язка до іноземної валюти спричиняє тенденцію до зрівняння процентних ставок та рівня інфляції з емітентом якірної валюти. Винятком є ситуація, коли валютна рада замінює високоінфляційний центральний банк – у цьому разі ціни багатьох товарів є априорі нижчими у вираженні якірної валюти, а отже, після стабілізації

слідуватиме певний період наздоганяння, що супроводжуватиметься вищим рівнем інфляції;

– валютна рада не діє як кредитор останньої інстанції і не передбачає надання «рятувального жилету» для банків у разі кризи. Щоправда, банкрутства банків доволі рідко траплялося за умов канонічної валютної ради (на відміну від сучасних прикладів валютних рад) [3];

– жорстка нормативна регламентація, що зумовлює тривалість і значну вартість «виходу» з режиму валютної ради.

Валютна рада тривалий час була доволі популярною серед країн, що розвиваються, особливо серед постколоніальних володінь, які робили перші кроки до самостійної грошово-кредитної системи через покриття грошової бази значними резервами якірної валюти, емітованої колишньою метрополією, або інших стабільних на той момент активів (золота, валюти третіх держав) [5]. Піку своєї популярності валютні ради досягнули у 1940–60-х роках (рис. 1), коли їх кількість перевищувала 50 (переважно залежні територіальні володіння Великої Британії). Проте після 1970-х років валютні ради починають все менше відповідати мінливим умовам більш інтернаціоналізованого фінансового простору і кількість їх поступово зменшується.

Деяке поживлення інтересу до валютних рад спостерігалось в 1990-х роках, коли Аргентина та низка постсоціалістичних держав переходять на цей режим у пошуках стабільності. Проте хвиля зацікавленості виявилась нетривалою і поступово втратила свою силу.

Станом на сьогодні лише 11 держав та 2 залежні території впровадили режим валютної ради.

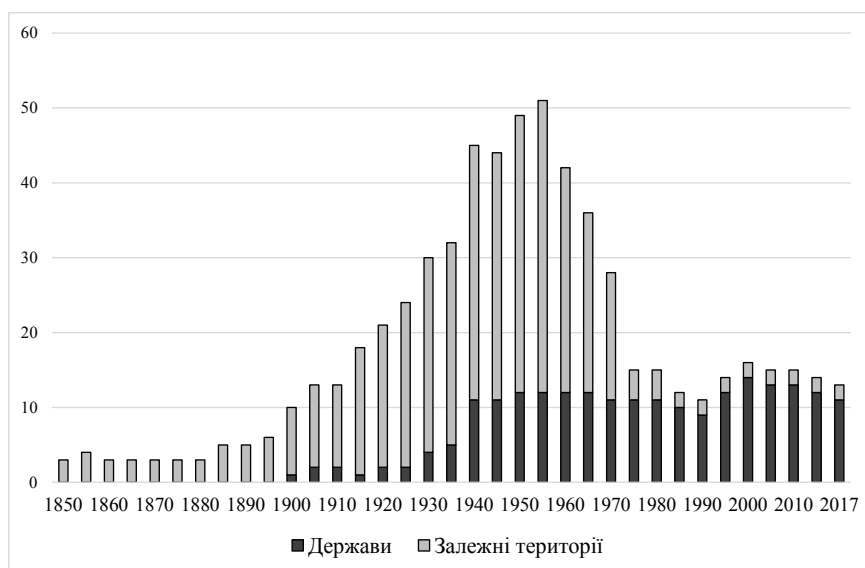


Рис. 1. Динаміка кількості держав та територій, що використовували режим валютної ради, 1850–2017 рр.

Джерело: Дані до 1990 р. отримано із [2, с. 8], інформація після 1990 р. – зі звітів МВФ та профілів країн

Особливості сучасних валютних рад наведені в табл. 1. Характеристики історичних прикладів валютних рад 1850–1980-х рр. систематизовані в дослідженні Г. Вольфа та співавторів [2, с. 19–24].

Держави, що використовують режим валютної ради, переважно є малими економіками із сумарним населенням, що ледь перевищує 20 млн. осіб (в основному завдяки Гонконгу, Болгарії та Боснії і Герцеговині). Половину з наведеного переліку становлять члени Східнокарибського валютного союзу.

Абсолютним лідером серед валют-якірів є долар США, що використовується для прив'язки національної валюти у 10 валютних радах. Як якір також використовується євро (2 держави) та сингапурський долар (1 держава).

Зауважимо, що сучасні валютні ради значною мірою відрізняються від класичних валютних рад колоніального періоду і володіють багатьма ознаками, притаманними типовим центральним банкам. У таблиці 2 підсумовані основні інституційні характеристики валютних рад.

Для оцінки цінової стабільності в державах, що імплементують режим валютної ради, ми

також розглянули відносний розподіл частот діапазонів інфляції протягом періоду функціонування валютних рад (рис. 2).

Для формування статистичної бази аналізу ми знову скористалися даними про середньорічний темп приросту споживчих цін відносно попереднього року за період із 1991 р. по 2016 р. згідно з МВФ (*World Economic Outlook 2017* [6]). Дослідження базувалося на показниках незалежних держав-членів МВФ (плюс Гонконг) протягом періоду застосування ними режиму валютної ради. Окрім держав, наведених у таблиці 2, до статистичної бази були включені числові ряди з даними про інфляцію в Аргентині (періоду 1991–2002 рр.), Естонії (1992–2010 рр.) та Литві (1994–2014 рр.), які тимчасово використовували режим валютної ради протягом звітнього періоду. Ми не включали до дослідження Туреччину та Китай, чиї валютні режими протягом певного періоду були наближеними до валютної ради, однак не вважалися нею спеціалістами МВФ. Загалом статистична вибірка включала 313 випадків для 14 держав із режимами валютних рад.

Таблиця 1

Характеристика сучасних валютних рад

Держава/ територія	Введення валютної ради	Політичний статус	Валюта-якір Національна валюта	Населення
Антигуа і Барбуда*	1965	Держава	Долар США** Східнокарибський долар	86
Бермудські О-ви	1915	Територія	Долар США** Бермудський долар	62
Болгарія*	1997	Держава	Євро*** Лев	7 102
Боснія і Герцеговина*	1998	Держава	Євро*** Конвертована марка	3 518
Бруней Даруссалам*	1967	Держава	Сінгапурський долар Брунейський долар	417
Гонконг*	1983	Територія	Долар США** Гонконгський долар	7 375
Гренада*	1965	Держава	Долар США** Східнокарибський долар	103
Джибуті*	1949	Держава	Долар США Франк Джибуті	900
Домініка*	1983	Держава	Долар США** Східнокарибський долар	71
Кайманові О-ви	1972	Територія	Долар США Долар Кайманових О-вів	60
Сент-Вінсент і Гренадини*	1965	Держава	Долар США** Східнокарибський долар	110
Сент-Кіттс і Невіс*	1965	Держава	Долар США** Східнокарибський долар	46
Сент-Люсія*	1965	Держава	Долар США** Східнокарибський долар	186

* Держава є членом МВФ

** Історично першою валютою прив'язки був фунт стерлінгів

*** Історично першою валютою прив'язки була німецька марка

Джерело: складено автором

Таблиця 2

Інституційні ознаки сучасних валютних рад

Держави	Норми покриття зобов'язань		Умови функції кредитора останньої інстанції
	Нормативні	Де-факто, 2000 (%M0)	
Болгарія	100% зобов'язань ЦБ	235,5	Системний ризик
Боснія і Герцеговина*	100% монетарних зобов'язань ЦБ	108,6	Заборонена
Бруней Даруссалам*	70% від зобов'язань по вимогах, 30% – у ліквідних активах	н/д	–
Гонконг*		373,1	Системний ризик
Джибуті*	100% валюти	121,3	–
ECCU	Антигуа і Барбуда	60% валюти і банківських резервів	–
	Гренада		
	Домініка		
	Сент-Вінсент і Гренадини*		
	Сент-Кіттс і Невіс*		
	Сент-Люсія*		

* Держава є членом МВФ

** Історично першою валютою прив'язки був фунт стерлінгів

*** Історично першою валютою прив'язки була німецька марка

Варто зауважити, що підтвердилося твердження про цінову стабільність режиму валютної ради. У 298 випадках із загальних 313 (а це понад 95%, що навіть вище показника доларизованих держав) інфляція/дефляція була помірною ($\pm 10\%$ річного приросту споживчих цін). Суттєві рівні галопуючої інфляції протягом звітного періоду були характерні лише для перших років валютної ради в Болгарії, Естонії, Литві та останнього року в Аргентині. Єдиний випадок гіперінфляції (проте дуже значної – 1061%) зафіксовано в Болгарії у 1997 році (рік переходу до валютної ради від прив'язки курсу до ціни золота) [7]. В кризовому 2008 році темпи інфляції помітно зросли для всіх валютних рад незалежно від якірної валюти, однак практично не виходили за межі 10%. Доволі наглядно ефект стабілізації спостерігався для Аргентини, у якій після відмови від валютної ради інфляція перейшла від помірних до переважно галопуючих (але не особливо інтенсивних) темпів.

З метою більш повного висвітлення ефективності економік у межах режиму валютної ради ми також розглянули властивості часових рядів низки інших показників макроеко-



Рис. 2. Розподіл частот рівнів інфляції серед держав із режимом валютної ради, 1991–2016 рр.

Джерело: сформулювала автор на основі даних МВФ [6]

номічної стабільності та розвитку протягом 1991–2016 рр. (табл. 4).

Однією з найважливіших монетарних категорій, яка впливає на рівень цін та діловий цикл в державі, є обсяг пропозиції грошей. Порівняння динаміки зміни пропозиції грошей здійснювалося за допомогою індикатора темпу приросту т. зв. «широких грошей» (англ. broad money), що наводиться в базах даних Світового банку [8]. До «широких грошей» (за великим рахунком, аналог агрегату М3) спеціалісти СБ включають позабанківську готівку; неурядові депозити на вимогу; термінові, ощадні депозити та депо-

Таблиця 4

Макроекономічні показники за умов валютної ради, 1991–2016 рр.

Макроекономічні показники	<i>Nobs</i>	\bar{x}	\tilde{x}	σ
1	2	3	4	5
Приріст грошової маси (широких грошей)	305*	10,5	7,8	11,4
Реальна процентна ставка	298	7,0	7,6	10,4
Приріст ВВП	324	2,7	2,9	4,3
Приріст ВВП на душу населення	324	2,1	2,0	4,5
Приріст експорту	193	3,9	3,5	10,5

Примітка:

Nobs – обсяг вибірки, \bar{x} – середнє арифметичне значення,
 \tilde{x} – медіана, σ – середнє квадратичне відхилення

* – із вибірки вилучені випадки нетипового перевищення показниками 100%, що чітко виділяються із загального тренду часового ряду

Джерело: складено автором на основі даних Світового банку [8]

зити в іноземній валюті резидентів; банківські та дорожні чеки; інші цінні папери, такі як депозитні сертифікати та комерційні папери. Стабільним був рівень грошової маси в умовах валютних рад (10,5%). Особливо яскраво помітний контраст під час зміни валютно-курсних режимів у Болгарії (середньорічний темп приросту грошової маси до 1997 р. перевищував 100%, а після запровадження валютної ради скоротився до 15%) та Аргентині (після відмови від валютної ради в 2003 р. темпи приросту доволі суттєво зросли – в середньому на 10 процентних пунктів). Однак було би безпідставно стверджувати, що винятково валютна інтеграція приводить до стабілізації динаміки грошової маси (наприклад, для Бразилії, Уругваю та Індонезії середньорічні темпи приросту «широких грошей» значно сповільнилися під час переходу від фіксованого до плаваючого режиму валютного курсу).

Валютна інтеграція (зокрема, режим валютних рад) повинна приводити до зниження рівня процентних ставок у державах-адептах (більш точним твердженням буде про наближення до рівнів держав емітентів якірної валюти). Низький рівень реальних процентних ставок зазвичай розглядається як передумова до економічного зростання за рахунок дешевших кредитів, однак сама по собі мотивація до капіталовкладень для кредиторів при цьому знижується.

Аналіз щорічних темпів приросту ВВП та його подушового вираження демонструє тенденцію до дещо менш інтенсивного зростання за умов валютної інтеграції порівняно із середніми даними по всій вибірці. Аналогічно до розглянутих властивостей часових рядів із даними з ВВП середньорічний приріст експорту за умов валютної інтеграції є дещо нижчим, ніж середній показник по загальній базі даних.

Висновки з проведеного дослідження. Валютна інтеграція є однією з основних тенденцій розвитку світової валютної системи на сучасному етапі. Сучасні валютні ради намагаються додати до традиційної переваги монетарної стабільності також елемент гнучкості, хоча це – досить складне завдання. Тому вони зіткнулись із проблемою переоцінки національної валюти, дефіциту платіжного балансу, накопичення надмірних зовнішніх короткострокових боргових зобов'язань, недостатньою вірою у стабільність режиму та ін. Підсумовуючи результати неумовного аналізу, ми загалом підтвердили гіпотезу про те, що режим валютної ради переважно супроводжуються нижчими темпами інфляції і приросту грошової маси, а також нижчими реальними процентними ставками, що компенсується, однак, менш інтенсивними темпами приросту ВВП та експорту.

Список використаних джерел:

1. Ліщинський І. Валютні союзи: ретроспективні та сучасні форми / М. Лизун, І. Ліщинський // Економічний простір. – 2017. – № 118. – Р. 47–60.
2. Wolf H.C. Currency boards in retrospect and prospect / H.C. Wolf, A.R. Ghosh, H. Berger, A.-M. Gulde. – Cambridge, Mass : MIT Press, 2008. – ISBN 978-0-262-23265-4.
3. Schuler K. Currency boards and dollarization / K. Schuler. – 2012.
4. Ляшенко В.І. Финансово-регуляторные режимы стимулирования экономического развития: введение в экономическую режимологию / В.И. Ляшенко. – Донецк : НАН Украины, Ин-т экономики пром-сти, 2012. – ISBN 978-966-02-6344-4.
5. Ліщинський І. Нова економічна географія та альтернативні концепції агломерації виробництва / І. Ліщинський // Журнал європейської економіки. – 2009. – № 3. – С. 241–264.
6. International Monetary Fund World economic outlook database / International Monetary Fund. – 2017. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2017/01/weodata/index.aspx>.

7. Ліщинський І. Стратегія формування полюсів зростання в Болгарії // Вісник Тернопільського національного економічного університету. – 2016. – № 3. – С. 61–71.

8. World Bank World development indicators database / World Bank. – 2017. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://data.worldbank.org/data-catalog/world-development-indicators>.

Lyzun M.V.

ECONOMIC EFFICIENCY OF CURRENCY BOARDS IN THE CONTEXT OF MONETARY INTEGRATION

The article is devoted to the research of peculiarities of the currency board arrangement within the monetary integration. A currency board is the exchange rate arrangement that is based on a separate national currency that is officially pegged to foreign anchor. During the last two centuries, there were different ways of currency boards organizing. There are a number of criteria for the so-called “orthodox currency board”, among them: anchor currency reserves should be sufficient to convert the total amount of all banknotes and coins in circulation (typically 105–110% of the monetary base); absolute and unrestricted convertibility of national and anchor currency at a fixed exchange rate in the absence of restrictions on current account or capital account operations; does not conduct active monetary policy and does not provide loans to government, national companies or banks, currency board does not perform forward exchange transactions; currency board does not carry out manipulations with the discount rate.

Modern currency boards are trying to add the element of flexibility to the traditional benefits of monetary stability, although this is rather a difficult task. Therefore, they faced the problem of revaluation of the national currency, deficit of the balance of payments, accumulation of excessive external short-term debt, lack of confidence in the stability of arrangement, etc.

The analysis of the efficiency of a currency board is conducted on the basis of indicators of macroeconomic stability and development: money supply growth, real interest rate, GDP growth, GDP growth per capita, the growth of exports. It is found that currency board is mainly accompanied by lower inflation and money supply growth with real interest rates, but less intensive GDP growth and exports.

Key words: currency board, money supply, inflation, monetary integration, currency, currency regime.