

ОАТΔΑΟΕ×Ι² ΑΝΤΑΕΟΕ ΟΤΒΙΟΑΑΓΙΒ ΤΤΟΕΤΑΕΥΙΤ- ΑΑΕΡΟΙΤ- ΣΤΙΕ

Розглянуто теоретичні засади генези теорії оптимальної валютної зони. Проаналізовано переваги й недоліки участі країни у валютній зоні. Визначено вплив політики валютного курсу на економіку держави в межах підтримання внутрішньої та зовнішньої рівноваги.

The theoretical aspects genesis of theory of optimal currency zone are considered. The influence of policy of exchange rate on state's economy advantages and lacks of participation of country are analysed in a currency area. Influence of policy of rate of exchange on the economy of the state within the limits of maintenance of internal and external equilibrium is defined.

Запровадження євро та відмова країн-членів Європейського Економічного та Валютного союзу (ЄВС) від самостійної грошово-кредитної і валютної політики з передаванням всіх повноважень у цій сфері Європейському центральному банку та Раді міністрів ЄС, а також встановлення нового балансу між централізацією та децентралізацією регулювання інтеграційних процесів у Євросоюзі суттєво змінили умови, пов'язані із забезпеченням макроекономічного збалансування у зоні євро.

Широкий діапазон думок, гострі дискусії та особлива увага більшості зарубіжних економістів до ролі Європейського центрального банку в забезпеченні макроекономічної рівноваги у Євросоюзі обумовлені тим, що єдина грошово-кредитна політика залишається одним із реально діючих ефективних інструментів європейської економічної інтеграції, на який автори Маастрихтської угоди покладали особливі надії. Проте ЄВС зможе дійсно стати збалансованою структурою, що динамічно розвивається, за умови проведення незалежним Європейським центральним банком єдиної грошово-кредитної політики, яка буде опиратися на тісно інтегровані базові структурні компоненти. Найбільша і багатостороння проблема ЄВС, пов'язана із таким важливим компонентом європейської інтеграції, як єдина грошово-кредитна політика, полягає в тому, що його учасники мають сформувати однорідний економічний простір. Однак держави, котрі належать до зони євро, відрізняються за масштабами й рівнем розвитку економіки, основними макроекономічними показниками, національними особливостями управління економікою.

До запровадження євро основним предметом теоретичної дискусії було питання про те, чи будуть учасники ЄВС оптимальною валютною зоною. Наукову базу теорії оптимальної валютної зони становлять праці Р. Манделла, Р. МакКіннона, П. Кенена та ін. Американський економіст Р. Манделл ще на початку 60-х рр. минулого століття розробив теорію оптимальної валютної зони, завдяки якій у 1999 р. став лауреатом Нобелівської премії у галузі економіки. Ця теорія одразу ж після її створення стала основою раціонального вибору політики валютного курсу. Нині теорію Манделла застосовують при аналізі економічної політики держави, валютної інтеграції, створення валютних союзів та організації міжнародної валютно-фінансової системи.

Проте Р. Манделл не був першим, хто розробив проблеми вибору режиму валютного курсу. Йому передувала спроба професора Чиказького університету М. Фрідмена створити вичерпну аргументацію на користь плаваючих валютних курсів. Згодом такі відомі американські економісти, як професор Стенфордського університету Р. МакКіннон та професор Принстонського університету П. Кенен визначили економічні риси системи, які б дали змогу ідентифікувати оптимальну валютну зону. Праці Дж. Інграма, Г. Грубела, У. Кордена, І. Ішимі та К. Хамади були присвячені вивченню переваг і недоліків входження до валютної зони, а також участі в ній. Нині до дослідників теорії оптимальних валютних зон слід зарахувати канадських економістів П. Фестона і Дж. Мюррея, європейських – П. Мессона і М. Тейлора, американських – Б. Айхенгріна і Т. Байумі. Їхні праці мають уже суто прикладний характер – вони дають змогу визначити стійкість тих чи інших економічних утворень, здійснювати аналіз грошово-кредитної політики, прогнозувати валютні кризи тощо.

Валютна зона – це група з двох або більше суверенних держав із закритими грошовими зв'язками¹. Такі зв'язки можуть виникати із таких трьох форм інтеграції.

¹ Моисеев С. Р. Парадигма оптимальной валютной зоны // Бизнес и банки. – 2000. – № 4 (482). – С. 1–4.

1. Валютна інтеграція: взаємна стабілізація курсів національних валют, яка може відбутися завдяки фіксації валютних курсів, офіційної доларизації або введення спільної валюти.

2. Інтеграція фінансових ринків: зняття обмежень на міждержавний рух капіталу та ефективне об'єднання національних фінансових ринків.

3. Політична інтеграція: злиття урядових установ та уніфікація державного регулювання для спільної розробки і реалізації грошово-кредитної та валютної політики.

Валютна зона може виникнути завдяки будь-якій із трьох перерахованих форм інтеграції або їхньої комбінації. Історія засвідчила широкий діапазон можливих варіантів, починаючи від вільних асоціацій із роздільним грошовим регулюванням та закінчуючи загальною валютою. Для окремо взятої країни прийняття рішення про приєднання до валютної зони будь-якого типу залежить від співвідношення потенційних переваг і недоліків такого приєднання.

Кожний тип валютної зони характеризується конкретними перевагами.

1. Валютна інтеграція. Збільшення корисності грошей як:

– засобу обміну: зниження трансакційних витрат;

– засобу зберігання: уникнення валютного ризику та економія на його хеджуванні;

– одиниці розрахунку: можливість прямих цінових порівнянь.

2. Інтеграція фінансових ринків. Зростання реального добробуту завдяки підвищенню ефективності фінансового посередництва.

3. Політична інтеграція. Збільшення впливу грошово-кредитної та валютної політики, а також потенційна економія валютних резервів.

Основним недоліком валютної зони для окремо взятої країни є втрата незалежності грошово-кредитної політики. Центральна аналітична проблема, порушена ще в перших теоретичних працях, що стосувались валютних зон, зводиться до того, що будь-який уряд намагається досягнути три несумісні цілі: стабільність валютного курсу, мобільність капіталу та грошово-кредитну автономію. В умовах фіксованого валютного курсу та мобільності капіталів кожна спроба досягнення грошово-кредитної незалежності рано чи пізно закінчується дисбалансом зовнішніх платежів та хвилею спекулятивного руху капіталу. Для збереження стабільності валютного курсу влада змушена обмежити або рух капіталу (конвертованість за рахунками руху капіталу), або автономію власної грошово-кредитної політики. Якщо влада схильна дещо пожертвувати грошово-кредитною незалежністю, то їй нічого не залишається, як відмовитися від цілі стабільності валютного курсу та запровадити плаваючий обмінний курс валюти.

У зв'язку з тим, що різні уряди надають перевагу несхожим проміжним і тактичним цілям грошово-кредитної політики, то немає нічого дивного в тому, що в історії існували доволі неоднорідні за своїм характером валютні зони. Наприклад, у XIX ст. влада, керуючись принципом *laissez faire*, часто погоджувалася на організацію валютних союзів з номінально автономними центральними банками. У той час недостатнє знання законів регулювання грошової сфери призводило до неминучого розпаду всіх ранніх валютних союзів. Найбільш відомі приклади – Латинський валютний союз та Скандинавський валютний союз (див. табл.1).

Таблиця 1

Валютні союзи XVIII–XIX ст.

Валютна зона	Період створення
Національні валютні союзи	
Сполучені Штати Америки	1789–1792 рр.
Італія	1861 р.
Німеччина	1875 р.
Міжнародні валютні союзи	
Латинський валютний союз	1865 р.
Скандинавський валютний союз	1873–1875 рр.

У XX ст. валютні зони виглядали як група найменше із двох країн, що використовують єдину валюту. У більшості випадків до валютної зони належала держава-домінант, чия національна валюта була законним платіжним засобом для інших країн-партнерів за відповідною зоною (див. табл. 2). Такий механізм продовжує діяти між Францією та Монако або між США та Панамою. Інших два приклади – зона французького франка, що складається із чотирнадцяти франкомовних країн Центральної та Східної Африки, і Східно-Карибський валютний союз, до якого належать шість колишніх островів – колоній Британської імперії. Правда, у цих валютних зонах існує не домінуюча, а спільна валюта, обіг якої регулюють наднаціональні органи. У всіх наведених прикладах грошово-кредитна автономія вкрай незначна внаслідок історичних обставин або через економічну чи політичну залежність. Сучасний приклад – Європейський валютний союз, де запроваджена єдина валюта і діє відносна автономія центральних банків, проте загальне спрямування грошово-кредитної політики здійснює Європейський центральний банк.

Таблиця 2

Розпад валютних союзів XX ст.

Валютна зона	Період часу	Причина розпаду
Національні валютні союзи		
Австрія	1919–1927 рр.	Війна та створення нових суверенних держав
Росія	1918–1920 рр.	Громадянська війна, створення республік
СРСР	1992–1994 рр.	Політична дезінтеграція та створення нових суверенних держав
Югославія	1991–1994 рр.	Політична дезінтеграція, громадянська війна, створення нових країн
Чехословаччина	1993 р.	Політична дезінтеграція і створення двох нових держав
Міжнародні валютні союзи		
Латинський валютний союз	1914–1927 рр.	Відмінності у грошово-кредитній політиці
Скандинавський валютний союз	1914–1924 рр.	Відмінності у грошово-кредитній політиці

На думку економістів, оптимальна валютна зона – це географічна область, яка найбільш відповідає певним умовам, у межах якої загальним засобом платежу виступає єдина валюта або ряд валют, курси яких прив'язані один до одного на умовах повної конвертованості як за рахунками поточних операцій, так і за рахунками руху капіталу, проте які узгоджено коливаються відносно валют інших країн.

Оптимальність розглядається з макроекономічної точки зору в межах підтримання у відкритій економіці внутрішньої та зовнішньої рівноваги. Внутрішня рівновага включає повну зайнятість та стабільність рівня цін. Зовнішня рівновага являє собою такий баланс рахунку поточних операцій, який є настільки позитивним, що ставить в аналогічну ситуацію зарубіжні держави. Досягнення зовнішньої рівноваги залежить від ряду факторів, що включають режим валютних курсів і стан світової економіки. Оскільки макроекономічна політика будь-якої держави впливає на стан справ за кордоном, здатність країни підтримувати внутрішню та зовнішню рівновагу залежить від політики, яку здійснюють решта країн.

Концепція оптимальної валютної зони з'явилась у ході дискусій щодо відносних переваг фіксованого курсу порівняно з плаваючим. Прихильники гнучкого валютного курсу, зокрема М. Фрідмен, у 1950–1960 рр. вважали, що країни зі стабільними цінами та заробітною платою можуть підтримати внутрішню

та зовнішню рівновагу тільки за умови плаваючого курсу. Інакше, якщо країна використовуватиме фіксований валютний курс, будь-які намагання влади щодо коректування платіжного дисбалансу закінчиться зростанням безробіття або інфляцією. Плаваючий курс, за твердженням М. Фрідмена, зможе без великих затрат миттєво відреагувати на зміни у зовнішній торгівлі або реальній заробітній платі. Такий аргумент на користь гнучкого обмінного курсу заперечує твердження, що країна може використовувати плаваючий курс незалежно від своєї економічної характеристики. Теорія оптимальних валютних зон висуває ряд критеріїв, з урахуванням яких фіксований курс може бути більш ефективним, аніж плаваючий, при підтриманні внутрішньої та зовнішньої рівноваги, а саме:

- відносний розвиток економіки, ступінь відкритості і торгової інтеграції. Для невеликої експорто-орієнтованої країни значно легше прив'язати свою валюту до валюти свого торгового партнера, особливо якщо в нього (партнера) велика й стабільна економіка;

- гнучкість економічних структур. Валютний курс у короткотерміновому періоді може використовуватися як інструмент коректування конкурентоспроможності країни, тобто зміна валютного курсу зумовлює зміну рівня цін. Запровадження фіксованого курсу рівносильне відмові від цього інструмента. З огляду на це влада повинна мати альтернативний механізм ефективного регулювання відносних цін на заміну втрачених можливостей, зокрема, економіка має володіти гнучкістю внутрішніх цін та структури витрат (наприклад, зростання зовнішньої конкуренції можна компенсувати гнучким ринком праці);

- фактор мобільності. Регулювання відносних цін буде вдалим, якщо фактори виробництва характеризуються достатньою мірою мобільності. Серед основних факторів виробництва (праця, земля і капітал) лише праця та капітал наділені ненульовою мобільністю. Якщо в одній країні виникає криза, то люди і капітал можуть вільно переміщатися в інші країни. Однак на практиці праця характеризується недостатньою мобільністю (людям не так легко залишити домівки), що в підсумку знижує здатність протистояти економічним шокам;

- здатність абсорбувати економічні шоки. Гнучкість чи мобільність здатні допомогти подолати макроекономічні шоки, такі як несподіване зростання або падіння цін на міжнародному товарному ринку. Такі шоки дуже впливають на фіксований курс, тому здатність економіки їх абсорбувати є основним показником стійкості валютного курсу в довгостроковому періоді;

- гомогенність економіки. Здатність нівелювати наслідки шоків залежить також від однорідності економічних структур країни. Чим більше економіка є гомогенною, тобто однорідною, тим більше вона наражається на шоки, й відповідно менш спроможна підтримати фіксований курс. Одним із показників гомогенності є, наприклад, однорідність експорту. Однак група країн, що запровадили єдину валюту або фіксовані курси, повинна характеризуватися загальною гомогенністю, щоби шоки з однієї країни не передавалися іншим;

- доступ до ресурсів підтримки. Якщо через гомогенність, відсутність гнучкості або з якихось інших причин валютний курс може вийти за встановлені межі, валютний режим зможе існувати лише за умов надання суттєвої допомоги іншими країнами, наприклад, за допомогою бюджетних трансфертів, що дають змогу компенсувати безробіття, яке виникло внаслідок переоцінки валютного курсу або негнучкого ринку праці;

- абсолютна стабільність. Стійкість якірної валюти. Країни, що пов'язані фіксованими курсами, повинні здійснювати скоординовану грошово-кредитну політику, зокрема, або всі країни наслідують грошово-кредитну політику лідера, або рішення про грошово-кредитну політику є результатом спільного консенсусу. Спільна політика дає змогу забезпечувати стабільність та одночасний рух у єдиному напрямі. Якщо ж така координація не здійснюється, то країнам варто відмовитися від фіксації.

Відомі економісти по-різному трактують переваги приєднання до валютної зони (табл. 3), проте з них можна виокремити основні, а саме:

1. Засіб обігу. Зниження трансакційних витрат завдяки відміні (у випадку запровадження спільної валюти) або спрощенню валютообмінних операцій.

2. Засіб зберігання. Усунення валютного ризику й невизначеності зміни валютного курсу. В результаті виникає економія на хеджуванні операцій, що пов'язані із зовнішнім ринком. Вигода від запровадження єдиної валюти більша, ніж від фіксації валютного курсу, оскільки в першому випадку зникає ризик девальвації, а в другому – він залишається.

3. Одиниця виміру. Зникнення викривлень у відносних цінах, які є результатом трансакційних витрат. Крім цього, зменшується потреба у збиранні й обробленні інформації про аналогічні товари та послуги за кордоном. Міжнародні порівняння можуть здійснюватися безпосередньо.

Переваги участі у валютній зоні: авторські варіанти

Автори	Опис переваг
Роберт Манделл	– ліквідація трансакційних витрат; – підвищення ефективності грошей при виконанні ними функцій засобу обігу та одиниці виміру
Пол Фентон та Джон Мюррей	– скорочення операційних витрат; – зниження економічної невизначеності; – зростання довіри до уряду та підвищення дисципліни державної політики; – поліпшення функціонування грошово-кредитного механізму
Пол Кругман та Морріс Обстфельд	Головна перевага фіксованого курсу полягає у скороченні валютних ризиків. Тобто, виграшем у валютній ефективності від вступу до системи фіксованих курсів є економія, яку країна здійснює на: – ліквідації невизначеності у поведінці ринку; – скороченні вартості економічних розрахунків; – зниженні трансакційних витрат та витрат на здійснення страхових операцій
Масахіро Каваї	– усунення ризику коливань валютного курсу; – максимізація доходів, отриманих за рахунок міжнародної торгівлі та зовнішньоекономічної спеціалізації; – збільшення ефективності розподілу ресурсів

З урахуванням вищенаведеного переваги від участі у валютній зоні є дещо зовнішнім ефектом, який проявляється у таких напрямках. По-перше, із входженням країни до валютної зони вона змушена здійснювати фінансову, а можливо й макроекономічну, стабілізацію або на товарних потоках, або на фінансових. По-друге, валютна зона із глибоко інтегрованими фінансовими ринками знижує внутрішній ризик через його поділ між учасниками зони, завдяки чому зменшується потреба у валютних резервах, а спекулятивні потоки можуть зменшитись до мінімальних величин. По-третє, у валютній зоні міжрегіональний платіжний дисбаланс негайно покривається припливом капіталу, що дає змогу регіонам із дефіцитом платіжного балансу покрити його за рахунок регіонів із надлишком ресурсів.

Фіксований курс, окрім переваг, зумовлює і деякі недоліки. Вони визначаються тими втратами, що виникають у результаті послаблення механізму короткострокового регулювання економіки. Наприклад, Р. Манделл звів їх до зовнішніх шоків, що позначаються на рівні цін, та коефіцієнтів гнучкості цін. Вважається, що валютний курс є незамінним інструментом відновлення рівноваги на внутрішньому ринку тільки за наявності кількох умов, а саме:

- країни зазнають асиметричних шоків¹, що вимагають взаємного доведення до відповідності відносних цін на товари і послуги, що виробляються у цих країнах;
- внутрішні ціни не є повністю гнучкими, тому не можуть миттєво пристосовуватися до шоків;
- внутрішні ціни не індексуються негайно у зв'язку з коливанням валютного курсу, або зміна відносних цін у результаті зміни обмінного курсу валют не нейтралізується миттєво рухом внутрішніх цін;
- інші механізми пристосування економіки – мобільність факторів виробництва чи фіскальна політика – відсутні або відіграють незначну роль;
- пристосування через механізм валютного курсу дешевше, ніж адаптація за допомогою інших засобів.

На відміну від вигоди, що проявляється як на макро-, так і на мікроекономічному рівнях, витрати від приєднання до валютної зони зачіпають здебільшого макроекономічний рівень. На думку Фестона і Мюррея, ці витрати можна поділити на дві взаємопов'язані групи:

- зниження ступеня незалежності національної політики;
- підвищена економічна нестабільність.

¹ Асиметричними шоком називають ситуацію, коли країни валютного союзу можуть по-різному відчувати наслідки якого-небудь зовнішнього впливу або стикнутися із проблемами винятково національного характеру. Прикладом такого асиметричного шоку для Фінляндії вважають розпад СРСР, для Німеччини – її об'єднання. Причиною асиметричного шоку може стати стихійне лихо або екологічна катастрофа.

Система гнучких валютних курсів дає змогу кожній країні зберігати грошово-кредитну незалежність. Однак система фіксованих валютних курсів, яка вимагає уніфікації і тісної координації економічної політики (що передбачає номінально обмежити грошово-кредитну незалежність), в кінцевому підсумку володіє грошово-кредитною автономією лише відносно всієї зони загалом. Втрата незалежності вважається основним недоліком участі у валютній зоні, оскільки підтримання фіксованих валютних курсів вимагає від країни відмовитися від досягнення цілей внутрішньої рівноваги.

Збитки через відмову від самостійної грошово-кредитної політики проявляються й у тому, що держава не може використовувати звичайні інструменти регулювання економіки при потребі в запровадженні захисних заходів від економічного шоку, що зумовлює підвищення економічної нестабільності. Якби країна не належала до валютної зони, то відповіддю на економічний шок була б зміна обмінного курсу валют, що привело б до повернення товарних ринків та ринків праці до рівноважного стану.

Б. Айхенгрін і Т. Байумі вважають, що втрати від вступу до валютної зони можна вважати дійсно суттєвими при виконанні двох умов. По-перше, реальний шок має бути достатньо асиметричним для регулювання валютного курсу. По-друге, грошово-кредитна політика має бути спроможна швидко й ефективно стабілізувати економіку. Це означає, що ціни і заробітна плата повинні швидко адаптуватися до зміни грошово-кредитної політики.

Витрати можуть бути доволі великими, якщо:

- економіка характеризується низькою "витривалістю" до безробіття;
- на внутрішній ринок впливають ціни та заробітна плата через монополії, трудові асоціації (профспілки) та довгострокові контракти.

Витрати можуть бути невеликими, якщо економіка характеризується вертикальною кривою Філіпа, що властиве малим та високо відкритим економікам. У такому випадку економіка не володіє великою свободою вибору між інфляцією та безробіттям, у результаті чого вибір неминуче буде зроблено на користь низької інфляції.

У процесі розвитку теорії оптимальних валютних зон було вирішено ряд питань, які до цього часу залишалися недослідженими, а саме:

- по-перше, вибір між гнучким та фіксованим валютними курсами тепер розглядається як другорядне рішення стосовно фрикційного механізму економіки, тобто залежить від гнучкості внутрішніх економічних структур відносно зовнішніх змін. Якщо б ринки товарів, факторів виробництва та фінансових активів змогли б повністю інтегруватися у загальносвітовий масштаб, реальні ціни та заробітна плата були абсолютно гнучкими, а економічний націоналізм, що намагається ізолювати національну економіку від решти світу шляхом обмежень на торгівлю, рух капіталу і валютні операції, був відсутнім, то весь світ перетворився б на єдину оптимальну валютну зону. У такому випадку зовнішня рівновага ніколи б не порушувалася, фактори виробництва використовувались би повністю, а корисність грошей досягла б максимального значення. Однак на практиці таку іділію порушує ринкова фрагментація та жорсткість цін – необхідні атрибути недосконалого ринку. Оскільки політика валютного курсу є другорядною відносно цілей зовнішньої та внутрішньої рівноваги, і все ж, незважаючи на це, теорія оптимальних валютних зон засвідчила той факт, що економічна інтеграція (товарних ринків, факторів виробництва та фінансових активів) може бути високоефективною навіть за умов часткової гнучкості цін та заробітної плати;

по-друге, висхідною точкою аналізу проектів міжнародних валютних систем має бути оцінка переваг та недоліків валютної зони винятково з позицій національних інтересів. У сучасних умовах економічної взаємозалежності різних країн стратегічна поведінка будь-якого уряду в галузі валютно-фінансової сфери має базуватися на розумінні природи "глобальної" оптимальної валютної зони і причин стійкості оптимальної міжнародної валютної угоди.

Література

1. Буторина О. В. *Международные валюты: интеграция и конкуренция* / О. В. Буторина. – М. : ИД "Деловая литература", 2003. – 368 с.
2. Моисеев С. Р. *Парадигма оптимальной валютной зоны* / С. Р. Моисеев // *Бизнес и банки*. – 2000. – № 4 (482). – С. 1–4.
3. Моисеев С. Р. *Реформа глобальной финансовой архитектуры* / С. Р. Моисеев // *Финансы и кредит*. – 2001. – № 8. – С. 17–24.
4. Моисеев С. Р. *Уроки валютной интеграции* / С. Р. Моисеев // *Бизнес и банки*. – 2000. – № 34 (512). – С. 1–2.
5. Пищик В. *Евро и макроэкономическая сбалансированность в ЕС* / В. Пищик // *Мировая экономика и международные отношения*. – 2003. – № 5. – С. 26–34.