

Міністерство освіти і науки України  
Тернопільський національний економічний університет

*Лизун М. В.*

# ГЛОБАЛЬНІ ВИКЛИКИ РЕГІОНАЛЬНОЇ ВАЛЮТНОЇ ІНТЕГРАЦІЇ

Монографія

Тернопіль  
ТНЕУ  
2017

УДК 339.7  
Л55

**Рецензенти:**

**Ю. Г. Козак**, д. е. н., професор, академік Академії економічних наук України і Міжнародної академії регіональних наук, завідувач кафедри міжнародних економічних відносин Одеського національного економічного університету;

**Ю. В. Макогон**, д. е. н., професор, професор кафедри економіки та міжнародних економічних відносин Маріупольського державного університету, заслужений діяч науки і техніки України;

**І. М. Миценко**, д. е. н., професор, академік Академії економічних наук України, завідувач кафедрою міжнародних економічних відносин Кіровоградського національного технічного університету доктор економічних наук.

*Рекомендовано до друку  
вченою радою Тернопільського національного  
економічного університету  
(протокол №2 від 25 жовтня 2017 р.)*

**Лизун М. В.**

Л55 **Глобальні виклики регіональної валютної інтеграції** : моногр. –  
Тернопіль : ТНЕУ, 2017. – 453 с.  
ISBN 978-966-654-474-5

У монографії наводиться теоретичний дискурс розвитку процесів регіональної валютної інтеграції. Висвітлено теоретико-методологічні засади формування і функціонування регіональних інтеграційних угруповань в умовах трансформації геомонетарного простору. Здійснено оцінку економічної ефективності регіональних валютних об'єднань. Розглянуто проблеми і протиріччя функціонування регіональних валютних угруповань, зокрема акцентується увага на перебігу процесів валютної дезінтеграції крізь призму валютних воєн. Монографія включає огляд перспектив валютної інтеграції України та містить рекомендації щодо реорганізації вітчизняної валютно-курсової політики.

Розраховано для дослідників, викладачів, аспірантів і студентів економічних спеціальностей. Книга може бути корисною також фахівцям практикам та всім, хто цікавиться проблемами світової валютної системи.

УДК 339.7

ISBN 978-966-654-474-5

© Марія Лизун, 2017  
© ТНЕУ, 2017

## ЗМІСТ

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ ПОЗНАЧЕНЬ.....	4
ПЕРЕЛІК ІЛЮСТРАТИВНИХ МАТЕРІАЛІВ.....	6
ПЕРЕЛІК ТАБЛИЧНИХ МАТЕРІАЛІВ .....	8
ВСТУП .....	9
Розділ 1. ТЕОРЕТИЧНИЙ ДИСКУРС ПРОЦЕСІВ РЕГІОНАЛЬНОЇ ВАЛЮТНОЇ ІНТЕГРАЦІЇ.....	15
1.1. Концептуальні підходи до формування глобалізованого світу крізь призму процесів регіональної інтеграції.....	16
1.2. Інтернаціоналізація валюти як основа монетарної географії.....	49
1.3. Методологічна детермінація системи регіональної валютної інтеграції.....	81
Розділ 2. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ ФОРМУВАННЯ ТА РОЗВИТКУ РЕГІОНАЛЬНОЇ ВАЛЮТНОЇ ІНТЕГРАЦІЇ.....	110
2.1. Валютна інтеграція в умовах режиму валютної ради.....	111
2.2. Одностороння валютна інтеграція режимів доларизації.....	126
2.3. Валютні союзи як колективна форма регіональної монетарної інтеграції.....	147
2.4. Розвиток парадигми регіональної валютної інтеграції.....	165
Розділ 3. ПРОЦЕСИ РЕГІОНАЛЬНОЇ ВАЛЮТНОЇ ІНТЕГРАЦІЇ В УМОВАХ ТРАНСФОРМАЦІЇ ГЕОМОНЕТАРНОГО ПРОСТОРУ.....	199
3.1. Ретроспективні та сучасні форми валютної інтеграції.....	200
3.2. Оцінювання економічної ефективності регіональних валютних об'єднань.....	239
3.3. Соціально-економічні ефекти функціонування Європейського економічного та валютного союзу.....	267
Розділ 4. ТЕНДЕНЦІЇ РОЗВИТКУ РЕГІОНАЛЬНОЇ ВАЛЮТНОЇ ІНТЕГРАЦІЇ ТА МОЖЛИВОСТІ ДЛЯ УКРАЇНИ.....	290
4.1. Процеси валютної дезінтеграції крізь призму валютних воєн.....	291
4.2. Тренди розвитку регіональної та мультilaterальної валютної інтеграції.....	323
4.3. Адаптація досвіду валютної інтеграції держав Центральної та Східної Європи у контексті євроінтеграційних прагнень України.....	342
4.4. Детермінація ролі України в процесах регіональної валютної інтеграції.....	364
ВИСНОВКИ.....	392
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ .....	398
ДОДАТКИ.....	451

## ПЕРЕЛІК УМОВНИХ ПОЗНАЧЕНЬ

АСЕАН	– Асоціація південно-східних азійських націй (англ. <i>Association of Southeast Asian Nations</i> ).
АТЕС	– Азійсько-Тихоокеанське економічне співробітництво (АТЕС)
ВВП	– валовий внутрішній продукт
ВРЕП	– Всестороннє регіональне економічне партнерство (англ. <i>Regional Comprehensive Economic Partnership, RCEP</i> )
ВСБС	– Валютний союз Брунею і Сінгапуру
ГАТС	– Генеральна угода з торгівлі послугами
ГАТТ	– Генеральна угода з тарифів і торгівлі
ЕВСЦА	– Економічна та валютна співдружність Центральної Африки (англ. <i>Economic and Monetary Community of Central Africa, CEMAC</i> )
ЕКОВАС	– Економічне співтовариство країн Західної Африки
ЕКОЦАС	– Економічне співтовариство країн Центральної Африки (англ. <i>Economic Community of Central African States, ECCAS</i> чи <i>ECOCAS</i> )
ЕКЮ	– Європейська валютна одиниця (англ. – <i>European Currency Unit</i> )
ЕРМ	– Європейський механізм регулювання валютних курсів (англ. <i>European Exchange Rate Mechanism</i> ).
ЄАВТ	– Європейська асоціація вільної торгівлі
ЄВС	– Європейська валютна система
ЄЕВС	– Економічний та валютний союз ЄС
ЄЕС	– Європейська економічна спільнота
ЄС	– Європейський Союз
ЄС-15	– держави, що стали членами ЄС до 2004 р.
ЄС-13	– держави, що стали членами ЄС після 2004 р.
ЄСЦБ	– Європейська система центральних банків
ЄЦБ	– Європейський центральний банк
ЗАВЗ	– Західно-Африканська валютна зона (англ. <i>West African Monetary Zone, WAMZ</i> )
ЗАЕВС	– Західно-Африканський економічний і валютний союз
ЗВТ	– зона вільної торгівлі
КАРІКОМ	– Карибська співдружність (англ. – <i>Caribbean Community, CARICOM</i> )
КФА	– Африканський фінансовий союз (фр. – <i>Communauté financière d'Afrique</i> ); Фінансове співробітництво в Центральній Африці (фр. – <i>Coopération financière en Afrique centrale</i> )
КФП	– валютне об'єднання французьких територій в Океанії (фр. <i>Colonies françaises du Pacifique</i> )
ЛМС	– Латинський монетарний союз
МБРД	– Міжнародний банк реконструкції та розвитку
МВФ	– Міжнародний валютний фонд
МЕРКОСУР	– Південноамериканський спільний ринок (ісп. <i>Mercado Común del Sur</i> )
МС	– митний союз
НАФТА	– Північноамериканська зона вільної торгівлі
НБУ	– Національний банк України
н.д.	– немає даних, не доступний
ОАЕ	– Об'єднані Арабські Емірати
ОВЗ	– оптимальна валютна зона
ОЕСР	– Організація економічного співробітництва та розвитку
ОПЕК	– Організація країн-експортерів нафти
ОСКД	– Організація Східнокарибських держав (англ. <i>Organisation of Eastern Caribbean States, OECS</i> )

---

ОФЗ	– оптимальна фінансова зона
ПАР	– Південно-Африканська Республіка
ПІІ	– прямі іноземні інвестиції
Р4	– Транстихоокеанське стратегічне економічне партнерство
РВО	– регіональні валютні угоди/об'єднання
РТО	– регіональні торговельні угоди/об'єднання
СБ	– Світовий банк
СВЗ	– Спільна валютна зона (англ. – <i>Common Monetary Area</i> ) держав Південної Африки
СКВС	– Східнокарибський валютний союз (англ. – <i>Eastern Caribbean Currency Union</i> );
СМС	– Скандинавський монетарний союз
СОТ	– Світова організація торгівлі
СПЗ	– спеціальні права запозичення
США	– Сполучені Штати Америки
ТНК	– транснаціональна(ні) корпорація(ї)
ТСЕП	– див. Р4
ТТІП	– Трансатлантичного торговельного та інвестиційного партнерства (англ. <i>Transatlantic Trade and Investment Partnership, ТТІП</i> )
ТТП	– Транстихоокеанське партнерство
ФРН	– Федеративна Республіка Німеччина
ФРС	– Федеральна резервна система
ЦАР	– Центральноафриканська Республіка
ЦБ	– центральний банк
ЮЕМОА	– див. ЗАЕВС
ЮНКТАД	– Конференції ООН з торгівлі та розвитку (ЮНКТАД)
ВЛЕУ	– Союз Бельгії та Люксембургу
СМА	– див. СВЗ
СЕМАС	– див. ЕВСЦА
ЕССАС	– див. ЕКОЦАС
ЕССУ	– див. СКВС
ОЕКС	– див. ОСКД
S&P 500	– фондовий індекс компанії Standard & Poor's
WAEMU	– див. ЗАЕВС
WAMZ	– див. ЗАВЗ

## ПЕРЕЛІК ІЛЮСТРАТИВНИХ МАТЕРІАЛІВ

Рис. 1.1. Онтологія процесів регіональної економічної інтеграції .....	23
Рис. 1.2. Характеристики макрорегіону залежно від рівня когерентності .....	24
Рис. 1.3. Динаміка створення регіональних торговельних організацій, .....	27
Рис. 1.4. Трихотомічна типологія регіональної інтеграції .....	34
Рис. 1.5. Основні сучасні фактори впливу на регіональну інтеграцію .....	36
Рис. 1.6. Маржа преференцій регіоналізму .....	38
Рис. 1.7. Парадигми європейської регіональної інтеграції .....	44
Рис. 1.8. Політична трилема світової економіки .....	46
Рис. 1.9. Виміри світового економічного порядку: інтеграція та солідарність .....	48
Рис. 1.10. Потенційна онтологія процесів валютної інтернаціоналізації, інтернаціоналізму та інтеграції .....	53
Рис. 1.11. Систематизація досліджень валютної інтернаціоналізації кризь призму детермінуючих факторів та функцій .....	55
Рис. 1.12. Частка валют у фінансових потоках за участю європейських держав .....	58
Рис. 1.13. Чисельність «торгових точок» залежно від кількості та системи валют-посередників .....	61
Рис. 1.14. Піраміда валют за Б. Коеном .....	71
Рис. 1.15. Переваги та загрози інтернаціоналізації валюти для держави-емітента .....	75
Рис. 1.16. Авторське трактування рівнів процесу валютної інтеграції .....	90
Рис. 1.17. Діаграма Ейлера для складових валютної інтеграції .....	94
Рис. 1.18. Онтологія процесів регіональної валютної інтеграції .....	96
Рис. 1.19. «Проміжні» та «кутові» режими валютних курсів .....	98
Рис. 1.20. Восьмикутова перспектива валютно-курсів режимів .....	102
Рис. 1.21. Дванадцятикутова перспектива валютно-курсів режимів .....	103
Рис. 2.1. Критерії канонічної валютної ради .....	114
Рис. 2.2. Аналог трансмісійного механізму в канонічній валютній раді .....	117
Рис. 2.3. Переваги та недоліки канонічної валютної ради .....	125
Рис. 2.4. Типологія процесів доларизації .....	129
Рис. 2.5. Чинники дедоларизації .....	137
Рис. 2.6. Переваги та недоліки доларизації для країн, що розвиваються .....	141
Рис. 2.7. Мінімальні критерії валютного союзу .....	150
Рис. 2.8. Трилема Мандела–Флемінга («неможлива трійця») .....	160
Рис. 2.9. Фіскальна та монетарна політики за умов плаваючого і фіксованого курсів валют (за досконалої мобільності капіталу) .....	161
Рис. 2.10. Витоки концепцій наднаціональної валюти .....	166
Рис. 2.11. Алгоритм формування ОВЗ згідно з теорією Р. Мандела .....	177
Рис. 2.12. Алгоритм формування ОВЗ за класичними критеріями .....	180
Рис. 2.13. Критерії ОВЗ, для яких характерна ендогенність .....	186
Рис. 2.14. Сучасні модифікації трилеми Р. Мандела-М. Флемінга .....	189
Рис. 2.15. Еволюція мейнстріму теорії регіональної валютної інтеграції .....	197
Рис. 3.1. Динаміка кількості держав і територій, що використовували режим валютної ради, 1850–2017 рр. ....	206
Рис. 3.2. Мапа Німецького митного союзу «Цольферайн» .....	213
Рис. 3.3. Мапа Латинського монетарного союзу, 1914 р. ....	215
Рис. 3.4. Регіони в складі Австро-Угорського монетарного союзу .....	216
Рис. 3.5. Мапа Східноафриканської валютної ради .....	219
Рис. 3.6. Держави-члени Єдиної валютної зони (СМА) .....	224
Рис. 3.7. Мапа членів Східнокарибського валютного союзу .....	225
Рис. 3.8. Валютні союзи Зони КФА .....	227
Рис. 3.9. Європейський спосіб подолання «неможливої трійці» .....	232
Рис. 3.10. Діаграми Ейлера для співвідношення валютних союзів та загально-економічних альянсів .....	238
Рис. 3.11. Розподіл частот рівнів інфляції серед держав із режимом валютної ради .....	242
Рис. 3.12. Розподіл частот рівнів інфляції серед доларизованих держав, 1991–2016 рр. ....	245

Рис. 3.13. Розподіл частот рівнів інфляції серед держав-членів валютних союзів, 1991–2016 рр. ....	246
Рис. 3.14. Розподіл частот рівнів інфляції серед держав із фіксованим курсом валют, 1991–2016 рр. ....	247
Рис. 3.15. Розподіл частот рівнів інфляції серед держав із плаваючим курсом валют, 1991–2016 рр. ....	248
Рис. 3.16. Діаграма розсіювання показників безробіття в (а) ЄС-15 та (б) ЄС-13.....	273
Рис. 3.17. Діаграма розсіювання темпів приросту зайнятості в (а) ЄС-15 та (б) ЄС-13 .....	275
Рис. 3.18. Частка працездатного населення ЄЕВС, народженого в інших державах ЄС та за його межами .....	278
Рис. 3.19. Стандартні відхилення значень гармонізованого індексу споживчих цін в ЄС та ЄЕВС .....	281
Рис. 3.20. Стандартні відхилення значень довготермінових процентних ставок в ЄС та ЄЕВС .....	282
Рис. 3.21. Приріст номінальних витрат на одиницю робочої сили в деяких державах ЄЕВС (1999 р.=100%) .....	284
Рис. 3.22. Середні щорічні чисті заробітки та їх стандартні відхилення в ЄС та ЄЕВС .....	285
Рис. 3.23. Частка осіб, для котрих існує ризик бідності та соціальної виключеності в ЄС.....	287
Рис. 3.24. Вплив соціальних трансферів на зниження рівня бідності в ЄЕВС та ЄС. ....	288
Рис. 4.1. Класифікація монетарних воєн.....	298
Рис. 4.2. Конкурентна девальвація у політиці «розори сусіда».....	299
Рис. 4.3. Цикл дефляції.....	300
Рис. 4.4. Основні геополітичні актори третьої валютної війни.....	306
Рис. 4.5. Основні віхи сучасної валютної війни.....	307
Рис. 4.6. Групування валют за оцінками рейтингами та «апетитом» до валютних воєн .....	311
Рис. 4.7. Рейтинг країн, які найчастіше вдавалися до маніпуляцій з валютним курсом щодо долара США.....	312
Рис. 4.8. Регулювання цін нафти через механізм диференціалів .....	315
Рис. 4.9. Динаміка нафтових цін (WTI та Brent) в 2014-2015 рр.....	316
Рис. 4.10. Динаміка індексу долара та цін нафти «Brent», 2010–2015 рр.....	317
Рис. 4.11. Динаміка ціни нафти та курсу російського рубля .....	319
Рис. 4.12. Порівняння цін нафти в рублях та доларах .....	320
Рис. 4.13. Зміна ціни нафти деномінованої до курсу валют країн-імпортерів нафти .....	321
Рис. 4.14. Зміна ціни нафти, деномінованої до курсу валют країн-експортерів нафти .....	322
Рис. 4.15. Коливання курсу біткоїна (11.2017 р. – 02.2018 р.).....	333
Рис. 4.16. Порівняння логічних архітектур блокчейна та блокнета.....	343
Рис. 4.17. Виконання Болгарією критерію конвергенції щодо інфляції з 2010 р. ....	362
Рис. 4.18. Виконання Болгарією критерію конвергенції щодо балансу державного бюджету та державного боргу з 2010 р. ....	363
Рис. 4.19. Виконання Польщею критерію конвергенції щодо інфляції з 2010 р. ....	365
Рис. 4.20. Виконання Польщею критерію конвергенції щодо балансу державного бюджету та державного боргу з 2010 р. ....	366
Рис. 4.21. Динаміка курсу гривні відповідно до різних методик оцінювання .....	370
Рис. 4.22. Порівняння офіційного курсу та курсу "валютної ради" (графіки побудовані на основі даних на кінець місяця).....	373
Рис. 4.23. Валові банківські кредити в іноземній валюті та їх частка .....	379
Рис. 4.24. Кошти в іноземній валюті на банківських рахунках, млрд. грн. ....	380
Рис. 4.25. Надходження від сеньйоражу в Україні .....	381
Рис. 4.26. Динаміка індексу фінансового стресу в Україні.....	384
Рис. 4.27. Структура дефіциту державного бюджету України.....	385
Рис. 4.28. Рівень валового державного боргу України.....	386
Рис. 4.29. Довгострокові процентні ставки державних облігацій України.....	388
Рис. 4.30. Прогнози НБУ щодо індексу споживчих цін .....	393
Рис. 4.31. Цільова діаграма європейської валютної інтеграції України.....	396

## ПЕРЕЛІК ТАБЛИЧНИХ МАТЕРІАЛІВ

Табл. 1.1. Діапазон економічних значень терміна «інтеграція» .....	19
Табл. 1.2. Семантика термінів, близьких до регіональної економічної інтеграції .....	21
Табл. 1.3. Кількість регіональних торгових організацій за СОТ .....	26
Табл. 1.4. Перше покоління типології форм (етапів) регіональної економічної інтеграції .....	29
Табл. 1.5. Дихотомічні критерії типології регіональної економічної інтеграції .....	32
Табл. 1.6. Функції міжнародної валюти .....	52
Табл. 1.7. Семантика термінів, значення яких близьке до валютної інтеграції .....	93
Табл. 1.8. Таксономія регіональних валютних об'єднань .....	109
Табл. 2.1. Найбільш схильні до доларизації активи та зобов'язання .....	130
Табл. 2.2. Еволюція моделей доларизації .....	131
Табл. 2.3. Порівняльна характеристика альтернативних типів валютних режимів .....	164
Табл. 2.4. Критерії оптимальних валютних зон .....	181
Табл. 3.1. Валютні блоки та їх характеристики .....	203
Табл. 3.2. Характеристика сучасних валютних рад .....	207
Табл. 3.3. Незалежні держави та території із повною офіційною доларизацією .....	208
Табл. 3.4. Незалежні держави та території із офіційними бі- та полівалютними системами .....	211
Табл. 3.5. Основні історичні та сучасні валютні союзи .....	220
Табл. 3.6. Характеристика сучасних валютних і монетарних союзів .....	222
Табл. 3.7. Генезис європейської монетарної інтеграції .....	229
Табл. 3.8. Порівняльний аналіз валютних союзів .....	235
Табл. 3.9. Інституційні ознаки сучасних валютних рад .....	241
Табл. 3.10. Валютний контроль у офіційно доларизованих державах-членах МВФ .....	244
Табл. 3.11. Інфляція за умов різних режимів валютного курсу, 1991–2016 рр. ....	250
Табл. 3.12. Результати регресійного моделювання залежності рівня інфляції від валютної інтеграції .....	253
Табл. 3.13. Пояснення змінних, використаних у моделі 3.6 .....	255
Табл. 3.14. Результати регресії залежності рівня інфляції від валютної інтеграції та інших факторів згідно з моделлю 3.6 .....	256
Табл. 3.15. Макроекономічні показники за умов різних режимів валютного курсу .....	259
Табл. 3.16. Розподіл держав відповідно до валютно-курсних режимів та рівня ВНД на душу населення, жовтень 2017 р. ....	263
Табл. 3.17. Темпи приросту ВВП та експорту альтернативних режимів валютного курсу відповідно до рівня ВНД на душу населення, 1991–2016 рр. ....	264
Табл. 3.18. Результати регресії залежності приросту ВВП від валютної інтеграції та інших факторів згідно з моделлю 3.8 .....	266
Табл. 3.19. Типи держав добробуту в ЄВЕС .....	290
Табл. 4.1. Криптовалюти із найвищою капіталізацією за станом на 21.02.2018 р. ....	332
Табл. 4.2. Порівняння принципів існуючих валютних систем .....	338
Табл. 4.3. Еволюція режимів валютного курсу в державах ЦСЄ, що входять до ЄС .....	347
Табл. 4.4. Порівняння періоду участі держав ЦСЄ в ERM II .....	351
Табл. 4.5. Виконання маастрихтських критеріїв Словачькою республікою .....	355
Табл. 4.6. Процес введення євро в Словаччині .....	356
Табл. 4.7. Макроекономічні показники Словаччини за 2003 – 2016 рр. ....	357
Табл. 4.8. Виконання маастрихтських критеріїв Болгарією, порівняння 2008 та 2015 рр. ....	361
Табл. 4.9. Еволюція режимів валютного курсу .....	369
Табл. 4.10. Темпи інфляції в ЄВЕС та Україні .....	383
Табл. 4.11. Державний та гарантований державою борг України .....	387
Табл. 4.12. Результати окремих досліджень доцільності валютної інтеграції країн СНД із використанням постулатів теорії ОВЗ .....	390



## ВСТУП

*Систему наук потрібно розглядати як систему природи: усе в ній нескінченне і усе необхідне.*

**Ж. Кюв'є**

*Наукова гіпотеза завжди виходить за межі фактів, які послужили основою для її побудови.*

**В. Вернадський**

*Справжня рідкість у світі - це не ресурси і навіть не чесноти, а розуміння того, що відбувається. Єдиними важливими структурними перешкодами на шляху до процвітання є застарілі доктрини, які затуманюють мислення людей.*

**П. Кругман**

Глобалізація, волатильність умов на міжнародних ринках, посилення конкуренції та асоційована з ними невизначеність міжнародних економічних та політичних відносин породжують нові імперативи взаємної організації держав. Процеси економічної інтеграції, які забезпечують сталий економічний розвиток провідних країн світу та країн, що розвиваються, є одними із визначальних чинників, що окреслюють загальні контури сучасної гео економічної та геополітичної мапи світу.

Швидке збільшення кількості інтеграційних об'єднань є наслідком популяризації ідеї відкритості економіки, посилення процесів спеціалізації, зростання ролі транснаціональних корпорацій в міжнародному поділі праці. Опосередковуючи всі міжнародні економічні процеси в системі світового господарства, валютні відносини зазнають глибинних якісних змін разом із сферою міжнародного виробництва, надання послуг та інвестування. В останні десятиліття спостерігається стрімке прискорення інтеграційних процесів у валютній сфері. Глобалізація світової фінансової простору, призводить до злиття фінансових ринків окремих регіонів світу і національних фінансових систем, у результаті цього прискорюються процеси консолідації державних грошових систем, що ведуть до валютної інтеграції та створення валютних союзів між

державами. Валютні союзи можуть забезпечувати як значні вигоди країнам-учасникам, так потребувати великих затрат.

Найбільш відомим валютним союзом у світі є Європейський економічний та валютний союз, історія якого пов'язана з більш ніж п'ятдесятирічним досвідом активних процесів економічної і валютної інтеграції. Він є своєрідним бенчмарком глибинної економічної інтеграції, що наразі не має аналогів у світі. Успішне запровадження євро мало «демонстраційний ефект» для інших регіонів світу та стало каталізатором процесів валютної інтеграції у різних регіонах світу. Однак не всі об'єднання настільки ефективні в процесі їх монетарної інтеграції, зокрема тому, що вона істотно обмежує можливості найбільш простих методів регулювання фінансової політики країни.

Поряд із всеохоплюючим розвитком процесів валютної інтеграції у світовій економіці доволі часто спостерігаються такі явища, як валютні війни та валютні протистояння з яскраво вираженим регіональним характером. На сьогоднішні торговий протекціонізм фактично оголошений Всесвітньою організацією торгівлі поза законом, а девальвація національної валюти є єдиним доступним інструментом стимулювання економічного розвитку. Це в свою чергу приводить до того, що періодично спалахують валютні війни за ринки збуту, сфери вкладення капіталів чи джерела сировини.

Серед науковців, праці яких стали теоретичною та методологічною основою дослідження регіональної економічної інтеграції, необхідно виокремити роботи таких відомих вчених, як Р. Анрі, Б. Балаша, Ф. Бергстен, М. Бломстрім, Н. Бреннер, К. Брумер, А. Боланьос, Р. Болдвін, Т. Борзель, О. Булатова, Д. Бхагваті, Г. Гедіке, К. Деблок, М. Еїлструп-Сангіованні, Г. фон Ейнер, В. Етьєра, Ф. Зодербаум, Ю.-Д. Канг, Ж. Кебабджян, М. Кітінг, Е. Крюгер, П. Кругман, Ю. Козак, Р. Лоренс, Г. Маджоне, Ю. Макогон, Ф. Махлуп, І. Миценко, Д. Мітрані, А. Панагарії, Л. Самерс, Р. Фернандес, А. Філіпенко, Е. Харрел та інші.

Значний внесок у розвиток теорій регіональної валютної інтеграції, виявлення історичні причини формування валютних союзів та зон зробили такі вчені, як А. Алезіна, А. Бенессі-Кері, Т. Баумі, А. Берг, Дж. Вільямсон, Г. Грубель, А. Грязнова, Г. Дітер, Р. Едвардс, Б. Ейченгрін, Ф. Журавка, Дж. Інгрем, Д. Казарінов, П. Кенен, Б. Коен, В. Козюк, В. Корден, С. Кузьменко, Б. Кюрі, Е. Леві-Єяті, А. Лернер, В. Ляшенко, Р. Мандел, Е. Мід, Ф. Монгелі, Л. Мюліх, Р. Огороднік, А. Роуз, Т. Савченко, Є. Савельєв, Т. Скітовські, Х. Снейт, Дж. Стігліц, К. Паттілло, М. Флемінг, Дж. Фрідман, Т. Фрідман, Б. Фріц, С. Ханке, Р. Чанг, Ф. Чесарано, В. Чаплигін, О. Шаров, В. Шелькле, Ф. Штурценеггер, К. Шулер, С. Шумська та ін.

Теоретичні аспекти інтернаціоналізації валюти, питання класифікації міжнародних валют та їх функцій, проблему доларизації економік та її вплив на розвиток національних господарств досліджували Ф. Бачетта, О. Буторіна, Ф. Віландер, Е. ван Вінкуп, Л. Голдберг, П.-О. Гураша, М. Деверо, Ч. Енгель, Ч. Кіндлебергер, Н. Кійотакі, Дж. Кіршнер, Ї. Лі, Е.-Г. Ліма, З. Луцишин, Р. Маккіннон, А. Мацуї, К. Мацуяма, М. Отеро-Іглесіас, Дж. Пітталуга, Е. Ре, А. Свобода, Е. Сегезза, С. Стрейндж, П. Сторгаард, Дж. Тавлас, Ц. Тіллі, Р. Фрайберг, Дж. Франкель, Ф. Хартманн, Е. Хеллайнер, М. Чінн, В. Шевчук, Ш. Ші.

Попри вагомий внесок досліджень учених-економістів у теорію регіональної економічної інтеграції, існують суттєві концептуальні розбіжності між різними науковими школами та немає консенсусу щодо дефініції регіональної економічної інтеграції. Складність і суперечливість процесів валютної інтеграції визначає необхідність детального теоретичного переосмислення сучасних тенденцій у сфері валютно-фінансових відносин. Незважаючи на те, що опублікована значна кількість досліджень, присвячених питанням валютної інтеграції на регіональному рівні, існують невирішені питання, пов'язані з особливостями процесів формування валютних союзів. У більшості наукових праць питання формування валютних союзів розглядаються

лише в контексті функціонування світової валютної системи. Існує потреба в систематизації та комплексному дослідженні функціонування валютних союзів у світовій економіці.

Метою написання монографії є дослідження теоретико-концептуальних засад формування та практичних аспектів реалізації регіональної валютної інтеграції для виявлення сучасних тенденцій та визначення перспективних напрямків участі України в цих процесах.

Послідовність та логіка думок дозволили виокремити чотири розділи у монографії, які відображають основні результати дослідження.

У першому розділі «Теоретичний дискурс процесів регіональної валютної інтеграції» обґрунтовано концептуальні підходи до формування глобалізованого світу крізь призму процесів регіональної інтеграції. Представлено семантику термінів, близьких до регіональної економічної інтеграції. При розгляді процесів регіональної економічної інтеграції основний акцент здійснюється на їх економічних вимірах. Виокремлено несумісності типології регіональних організацій першого покоління із поточною реальністю. Здійснено систематизацію дихотомічних критеріїв типології регіональної економічної інтеграції. Проаналізовано теоретичні підходи до розуміння сутності валютної інтернаціоналізації, розкрито аспекти класифікації міжнародних валют та їх функцій, виокремлено передумови їх становлення та розвитку. У дослідженні значну увагу приділено перевагам та потенційним загрозам від валютної інтернаціоналізації в державі. Висвітлено особливості формування і розвитку парадигми регіональної валютної інтеграції. Розглянуті основні характеристики оптимальної валютної зони: внутрішня рівновага, зовнішня рівновага, відсутність потреби корекції дисбалансів через пристосування номінальних курсів валют. Систематизовано критерії теорії оптимальних валютних зон, які необхідні для ефективної валютної інтеграції.

Другий розділ монографії «Теоретико-методологічні засади формування та розвитку регіональної валютної інтеграції» присвячений розгляду трьох

альтернативних режимів валютного курсу: валютної ради, доларизації та валютного союзу, які є основою процесів регіональної валютної інтеграції. Проаналізовано переваги та недоліки використання валютної ради. Визначені характерні риси сучасних валютних рад, їх відмінності від класичних та проблемні аспекти їх функціонування. Розглянуто сутність, особливості та передумови доларизації економік. Визначено переваги та недоліки доларизації економік для країн, що розвиваються. Значну увагу приділено розгляду теоретичних підходів до розуміння сутності валютних союзів. Наведені вимоги, які є своєрідною «програмою-мінімум» для усіх типів валютних союзів: наявність спільної валюти, спільна монетарна політика та спільна зовнішня валютно-курсова політика. Визначено основні аргументи на користь та проти участі у валютному союзі та подано їх емпіричну перевірку. 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.

У третьому розділі «Процеси регіональної валютної інтеграції в умовах трансформації геомонетарного простору» розглянуто ретроспективні форми валютних союзів, їх основні характеристики та віхи діяльності. Встановлено, що причиною розпаду валютних союзів в більшості випадків стали політичні фактори, які виявились після державної уніфікації учасників, поглинання ширшим союзом чи воєнних дій. Виявлено сучасні тенденції формування та розвитку валютних союзів. 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 у формуванні «обличчя» Європейського економічного та валютного союзу. Проведено емпіричну перевірку гіпотези про стабілізаційний характер процесів валютної інтеграції. При цьому здійснено огляд країн, які належать до валютного союзу або використовують доларизацію

---

чи валютну раду. Проаналізовано їх ефективність на основі показників макроекономічної стабільності та розвитку: приросту грошової маси, реальної процентної ставки, приросту ВВП, приросту ВВП на душу населення, приросту експорту. Особливу увагу приділено дослідженню соціальних наслідків введення спільної валюти в Європі. Проаналізовано вплив валютної уніфікації на зайнятість, роль мобільності робочої сили у механізмі коригування, реальну конвергенцію в ЄЕВС, вплив створення ЄЕВС на рівень бідності та соціальної відчуженості.

У четвертому розділі монографії «Перспективи участі України в процесах регіональної валютної інтеграції» висвітлено сутність терміну «валютна війна». Визначено інструменти, які традиційно використовуються у валютних війнах. Розкрито зміст і роль політики валютного пом'якшення в умовах ведення валютних протистоянь. Проаналізовано особливості перебігу валютних воєн в історичному ракурсі. Визначено напрямки розгортання валютних воєн на сучасному етапі розвитку світової економіки. Окреслено стратегічні вектори розвитку регіональної валютної інтеграції у сучасному світі та їх вплив на трансформацію геомонетарного простору. Підсумовані потенційні переваги валютної інтеграції України з державами ЄС.



## Розділ 1

# ТЕОРЕТИЧНИЙ ДИСКУРС ПРОЦЕСІВ РЕГІОНАЛЬНОЇ ВАЛЮТНОЇ ІНТЕГРАЦІЇ

---

### 1.1. Концептуальні підходи до форматування глобалізованого світу крізь призму процесів регіональної інтеграції

Глобалізація, мінливі умови ринків, зростання конкуренції та асоційована з ними невизначеність міжнародних економічних та політичних відносин зумовили виникнення нових імперативів взаємної організації держав. Саме процеси інтеграції є одними із визначальних чинників, що окреслюють загальні контури сучасної гео економічної та геополітичної мапи світу (як і контрреакція на них у вигляді дезінтеграції, проявом котрої, поміж іншого, є посилення сепаратизму, автономізація та антиглобалізаційні настрої).

Термін «інтеграція» (лат. «*integrum*» – «ціле», «*integratio*» – «відновлення») використовується в широкому значенні як «... об'єднання чого-небудь у єдине ціле»<sup>1</sup> та є загальнозживаним в економічних, математичних, інженерних, соціологічних, біологічних науках.

Як економічний термін слово «інтеграція» вперше почало вживатись у середовищі промислових організацій відносно ділових альянсів компаній, що могли мати інституційну форму простої угоди, картелю, концерну, трасту, а також для деномінації процесів злиття та поглинання. При цьому горизонтальну інтеграцію розуміли як об'єднання із конкурентами, а вертикальну – із постачальниками та споживачами<sup>2</sup>.

Історія застосування терміна для деномінації об'єднання держав порівняно коротка. «Детективне розслідування» Ф. Махлупа<sup>3</sup>, котрий здійснив спробу відшукати автора, що вперше використав термін «економічна інтеграція» в його сучасному значенні, вказало на два незалежні джерела: (1) популярний англomовний переклад праці Е. Гекшера «Меркантилізм», здійснений М. Шапіро в 1935 р.<sup>4, 5</sup> (в шведськомовному оригіналі від 1931 р. автор вживає лінгвістично

<sup>1</sup> Словник української мови: у 11 томах. Київ : Наукова думка, 1973. Т. 4. С. 35.

<sup>2</sup> Machlup F. A History of Thought on Economic Integration. 1st ed. Basingstoke: Palgrave Macmillan UK, 1977. P. 3 URL: <http://gen.lib.rus.ec/book/index.php?md5=3479455eaf7d6539a289c33b5705cd0c>.

<sup>3</sup> Machlup. P. 4-9.

<sup>4</sup> Щоправда, у дослідженні вживається термін «дезінтеграція».

<sup>5</sup> Heckscher E. F. Mercantilism (translated from the Swedish by Mendel Shapiro). Rev. ed., 1955. London: Allen & Unwin, 1935.



неподібні терміни); (2) менш відомий статистичний аналіз німецьких вчених Г. Гедіке та Г. фон Ейнера «*Die produktionswirtschaftliche Integration Europas: Eine Untersuchung über die Aussenhandelsverflechtung der europäischen Länder*» від 1933 р.<sup>6</sup> Цікаво, що термін «політична інтеграція» почав активно використовуватись у публікаціях уже в 1920-х рр.

Варіації сучасних економічних значень терміну «інтеграція» наведені в табл. 1.1. Враховуючи об'єкт дослідження, надалі ми використовуватимемо термін «інтеграція» переважно в макроекономічному значенні, розглядаючи його як вищий рівень розвитку міжнародних економічних відносин у рамках ланцюга: «економічні контакти → взаємодія → кооперація → інтеграція»<sup>7</sup>.

Інтеграцію на макрорівні можна розглянути з двох перспектив:

- функціональної – відбувається винятково з врахуванням наявності спільних економічних інтересів партнерів без особливої прив'язки до географії держав (наприклад, Організація країн-експортерів нафти (ОПЕК) та інші галузеві міжнародні організації);
- регіональної – реалізовується в рамках географічних альянсів держав-сусідів (як Європейський Союз (ЄС), Північноамериканська зона вільної торгівлі (НАФТА) тощо).

Макроінтеграцію в її функціональному контексті в спеціалізованих дослідженнях (особливо західних) переважно називають просто економічною інтеграцією (англ. «*economic integration*»), тоді як її територіальний вимір – регіональною економічною інтеграцією (англ. «*regional economic integration*») чи регіональною інтеграцією (англ. «*regional integration*»).

Відмінність між функціональними та територіальними підходами може бути доволі суттєвою на практиці. З одного боку, як зазначив ще у 1940-х рр.

---

<sup>6</sup> Gaedicke H., Eynern G. von. *Die produktionswirtschaftliche Integration Europas: Eine Untersuchung über die Aussenhandelsverflechtung der europäischen Liander*. Berlin: Junker und Duhnaupt, 1933.

<sup>7</sup> У параграфі 1.3, відповідно до заданої логіки, розглядаємо етапи валютної інтеграції, додавши також етапи координації (протоінтеграції) та глобальної уніфікації (рис. 1.16).

Таблиця 1.1

**Діапазон економічних значень терміна «інтеграція»**

<b>Варіанти застосування</b>		<b>Економічний зміст категорії</b>
<b>Економічна інтеграція за рівнями</b>	локальна інтеграція	Об'єднання етапів виробничого процесу в рамках одного мікроекономічного суб'єкта
	мікроінтеграція (горизонтальна, вертикальна та ін.)	1. Об'єднання етапів виробничого процесу групи мікросуб'єктів. 2. Злиття та поглинання мікросуб'єктів у рамках: – однієї галузі (горизонтальна інтеграція); – одного виробничого ланцюга (вертикальна інтеграція «вгору» та «вниз»); – сфери розподілу (невиробнича вертикальна інтеграція «вгору»); – непов'язаних галузей та виробничих ланцюгів (інтеграція на основі критерію власності).  Усі розглянуті вище підвиди мікроінтеграції можуть реалізовуватись як на національному, так і на міжнародному (транснаціоналізація) рівнях
	внутрішня мезорегіональна інтеграція	Комплекс взаємодіючих економічних суб'єктів у певному регіоні (районі) в межах однієї держави
	національна інтеграція	Взаємодіючі сектори декількох регіональних комплексів у межах однієї держави
	міждержавна мезорегіональна інтеграція (прикордонна)	Взаємодіючі сектори декількох регіональних комплексів у рамках декількох держав, що межують між собою
	макроінтеграція (функціональна та регіональна)	1. Об'єднання чи гармонізація економічних секторів декількох держав незалежно від географії розташування (функціональна макроінтеграція).  2. Об'єднання чи гармонізація економічних секторів декількох держав у рамках регіональних інститутів та норм.
	мегаінтеграція	Інтеграція в масштабах глобального економічного простору (в т. ч. світовий економічний порядок)
	<b>Вузькоспеціалізовані значення</b>	
Інтеграція як етап процесу «відмивання грошей», за якої кошти повертаються до їх власників після проходження маскування під легальні операції		
Термін " <i>Integration clause</i> " позначає умову контракту, яка засвідчує його остаточність та цілісність		

Джерело: систематизовано автором.

великий скептик континентальних союзів Д. Мітрані, територіальний союз спричинює проблему несумісності, а саме «...досягнення цілей, які можуть бути

актуальними не для всіх членів [регіональної] групи, при цьому відкидаючи ті зацікавлені сторони, які не входять до даної групи»<sup>8</sup>.

Однак, з іншого боку, регіональним інтеграційним союзам переважно властиве ширше коло спільних проблем, а також відповідна фізична інфраструктура (спільний кордон, транскордонні транспортні магістралі, ландшафтні особливості і т. ін.), яка може стати об'єктом колективних регулювань. Зазначені обставини зумовили широку популярність регіональних об'єднань (особливо в докризовий період).

Надалі більший акцент робитимемо саме на регіональній економічній інтеграції, хоча повністю розмежувати поняття «функціональна інтеграція» та «регіональна інтеграція» нереально. Більш того, регіональну інтеграцію при деякій апроксимації можна розглядати як підвид функціональної, що імплементується в вузьких регіональних рамках<sup>9</sup>. Не позбавлена логіки також протилежна позиція А. Боланьоса, котрий розглядає, наприклад, економічну інтеграцію (поряд із політичною і фізичною) як підвид регіональної<sup>10</sup>.

Незважаючи на нетривалу історію, теорія регіональної економічної інтеграції характеризується одним із найбільших доробків за кількістю досліджень серед усіх напрямків економічних наук. Разом із тим, між різними науковими школами (а часто і в рамках одних шкіл) у поглядах існують суттєві концептуальні розбіжності. Більш того, економісти не дійшли консенсусу навіть щодо дефініції регіональної економічної інтеграції. Наприклад, часто терміни «регіоналізм», «регіоналізація», «регіональна (економічна) інтеграція» вживаються як аналоги-замінники, хоча, на нашу думку, між ними існує суттєва, передусім морфологічна, відмінність (табл. 1.2). Додаткових непорозумінь додає також той факт, що всі три терміни можуть використовуватись як на макрорівні

<sup>8</sup> Цитата із: Eilstrup-Sangiovanni M. *Debates on European Integration: A Reader*. Basingstoke England ; New York: Palgrave, 2006. 532 p. P. 57-58

<sup>9</sup> Припущення не є актуальним для випадків дуже широкої чи повної інтеграції.

<sup>10</sup> Bolaños Bonilla A. *A Step Further in the Theory of Regional Integration: A Look at the Unasur's Integration Strategy*. Rochester, NY: Social Science Research Network, 2016. URL: <https://ssrn.com/abstract=2780799>

(для концептуалізації інтеграції держав), так і на мезорівні (відносно інтеграції регіонів усередині держави чи прикордонних регіонів).

Враховуючи методологічний підхід Світової організації торгівлі (СОТ), з 1980-х рр. термін «регіоналізм» поступово витіснив поняття «регіональна інтеграція» у сфері деномінації будь-яких форм інституційних відносин, відмінних від багатосторонніх, що мають за мету лібералізацію та/або сприяння розвитку торгівлі між державами. Паралельний до регіоналізму процес глобальної лібералізації торгівлі (переважно в рамках СОТ) почав трактуватись як «мультилатералізм» (англ. «*multilateralism*»).

Таблиця 1.2

**Семантика термінів, близьких до  
регіональної економічної інтеграції (макрорівень)**

Категорія	Трактування
Регіоналізм (інтеграція де-юре)	Враховуючи суфікс «-ізм» (давньогр. « <i>ισμός</i> »), термін має стосуватись певного теоретичного чи ідеологічного окреслення процесів регіонального розвитку. Фактично ж регіоналізм, зазвичай, зводиться до сукупності цілеспрямованих зусиль суб'єктів влади (формальної чи неформальної) щодо розбудови інституційної співпраці (чи, навпаки, протистояння) між державами на певній географічній території.
Регіоналізація (інтеграція де-факто)	Беручи до уваги суфікс «-ація» (лат. « <i>tio</i> »), термін позначає певну дію чи результат дії. У випадку регіоналізації йдеться про загальну картину міжнародних «економічних потоків» між державами на певній географічній території.
Регіональна економічна інтеграція (де-факто + де-юре)	Поєднання регіоналізму та регіоналізації. Тобто територія вважається регіонально інтегрованою, якщо вона відповідає як критерію концентрації більш інтенсивних економічних відносин між державами, так і критерію інституційної координації на основі довготривалих спільних норм.

*Джерело:* авторське доповнення та модифікація за: Bolaños Bonilla A. A Step Further in the Theory of Regional Integration: A Look at the Unasur's Integration Strategy. Rochester, NY: Social Science Research Network, 2016. С.5. URL: <https://ssrn.com/abstract=2780799>.

Децо більшої дефінітивної стрункості сприяла також поява в 1990–2000-х рр. великої кількості публікацій, присвячених питанням перерозподілу геополітичних центрів сили та формуванню нового світового порядку, що були об'єднані за загальною назвою «новий регіоналізм» (англ. «*New Regionalism*

*Approach»*)<sup>11</sup>. Слід визнати, що постулати нового регіоналізму часто були дещо патетичними і під впливом посткризових умов трансформувались у «порівняльний регіоналізм» (англ. «*Comparative Regionalism*») <sup>12</sup>. Проте його важливим доробком можна назвати той факт, що відносною нормою стало використання терміна «регіоналізм» для позначення зусиль уряду та неформальних суб'єктів влади щодо реорганізації взаємних відносин між державами в геополітичному просторі.

Поняття «регіоналізація» переважно визначається як більш стихійні процеси інтенсифікації чи редукції комерційних та соціальних трансакцій у певному географічному регіоні під впливом ринкових чинників. Так, де-факто інтеграція може існувати без регіоналізму. Слід також зауважити, що потоки товарів та факторів часто є найбільш інтенсивними саме на міжрегіональному рівні<sup>13</sup>.

Щодо регіональної економічної інтеграції зазначимо, що в дослідженні ми будемо дотримуватись сучасного теоретичного мейнстріму<sup>14</sup>, розглядаючи її як одночасне поєднання висхідних ініціатив у рамках регіоналізації із низхідними стратегічними інституційними заходами, що уособлюють регіоналізм<sup>15</sup> (рис. 1.1).

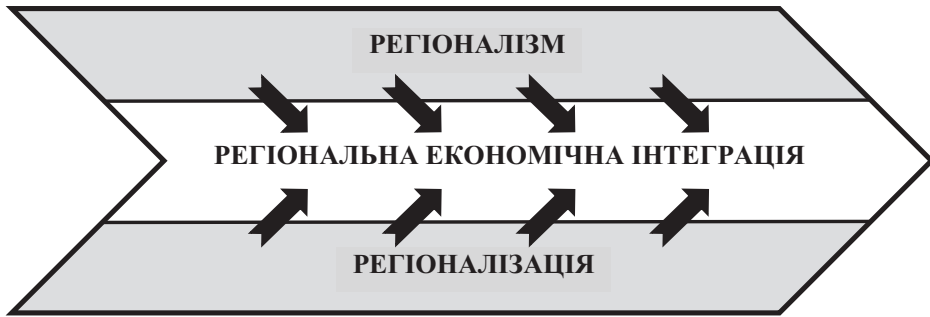
<sup>11</sup> Типові публікації: Brenner N., Jessop B., Jones M., Macleod G. *State/Space: a reader*. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2008; Söderbaum F., Shaw T. *Theories of New Regionalism: A Palgrave Reader. International Political Economy Series*. Palgrave Macmillan UK, 2003. URL: <http://gen.lib.rus.ec/book/index.php?md5=379a5f1daa1917187f15bd2601445b9b>; Keating M. *The New Regionalism in Western Europe: Territorial Restructuring and Political Change*. E. Elgar Cheltenham, UK, 1998.

<sup>12</sup> Borzel T. A., Risse T. *The Oxford Handbook of Comparative Regionalism*. Oxford: Oxford University Press, 2016. URL: <http://gen.lib.rus.ec/book/index.php?md5=86bd9468e1f84b31ff824fe8dac0d0d8>.

<sup>13</sup> Kang, Y.-D. Development of Regionalism: New Criteria and Typology. *Journal of Economic Integration*. 2016. P. 237.

<sup>14</sup> Bolaños Bonilla A. A Step Further in the Theory of Regional Integration: A Look at the Unasur's Integration Strategy. Rochester, NY: Social Science Research Network, 2016. URL: <https://ssrn.com/abstract=2780799>; Figuière C., Guilhot L. Caractériser les processus régionaux: les apports d'une approche en termes de coordination. *Mondes En Développement*. 2006. No 3. P. 79–100; Kang, Y.-D. Development of Regionalism: New Criteria and Typology. *Journal of Economic Integration*. 2016. P. 237.

<sup>15</sup> Більш спеціалізовані дослідження іноді розглядають детальнішу структуру регіональної економічної інтеграції. Наприклад, Е. Харрел виділяє 5 рівнів регіональної співпраці/інтеграції: (1) соціальна та економічна регіоналізація; (2) регіональні самоусвідомлення та ідентичність; (3) регіональна міждержавна співпраця; (4) ініційована державами інтеграція; (5) регіональна когезія (Hurrell A. *Regionalism in Theoretical Perspective. Regionalism in World Politics: Regional Organization and International Order* / Ed. L. Fawcett and A. Hurrell. Clarendon Press, 1995)



**Рис. 1.1. Онтологія процесів регіональної економічної інтеграції**

*Джерело:* сформовано автором.

Для більш точного окреслення категоріального фундаменту, на якому ґрунтуватиметься дослідження, зазначимо, що при трактуванні такого багатогранного терміна, як «(макро)регіон»<sup>16</sup>, ми використовуватимемо підхід із парадигми нового/порівняльного регіоналізму<sup>17</sup>. В його рамках канонічним вважається широке визначення Дж. Ная, котрий дефініював регіон як «... кількісно обмежену групу держав, які пов'язані між собою географічними відносинами та певним рівнем взаємозалежності»<sup>18</sup>.

Тобто в роботі під категорію «регіон» ми розумітимемо не певну конкретну географічно окреслену територію (яка може бути дуже фрагментованою, як у випадку Європейської асоціації вільної торгівлі (ЄАВТ), чи обширною та негомогенною, як у випадку Транстихоокеанського партнерства (ТТП)), а швидше як динамічну якісну характеристику рівня співпраці між державами, які позиціонують себе разом як територіальний альянс. В нашому розумінні (як би це не звучало парадоксально з лінгвістичної точки зору) група країн може бути більшою чи меншою мірою регіоном (в англійській літературі для заданої градації використовується термін «*regionness*»), близьким перекладом

<sup>16</sup> У сучасних умовах глобалізації, мікро- та мезорегіонам також часто властива крос-кордонна детермінанта, однак вона не настільки важлива в ракурсі валютної інтеграції (за винятком певних вузькоспецифічних випадків, як наприклад, використання локальних (комплементарних) валют чи доларизація окремого регіону всередині держави).

<sup>17</sup> В його категоріальній площині існує самостійний теоретичний напрямок за назвою «*regionhood*» (можна небуковально перекласти як «регіонознавство»), в межах котрого здійснюється детермінація та класифікація різних типів регіонів (Langenhove L. van. *Theorising Regionhood*. : United Nations University Comparative Regional Integration Studies, 2003. 37 p.).

<sup>18</sup> Nye J. S. *Peace in Parts: Integration and Conflict in Regional Organization*. Little, Brown, 1971. 234 p.

якого українською може бути «рівень розвитку регіону»). Основні аспекти градації регіонів залежно від рівня когерентності (узгодженості) його держав-членів зображено на рис. 1.2.



**Рис. 1.2. Характеристики макрорегіону залежно від рівня когерентності<sup>19</sup>**

*Джерело:* авторська візуалізація за: Hurrell A. Regionalism in Theoretical Perspective. *Regionalism in World Politics: Regional Organization and International Order* / Ed. L. Fawcett and A. Hurrell. Clarendon Press, 1995; Keating M. The New Regionalism in Western Europe: Territorial Restructuring and Political Change. E. Elgar Cheltenham, UK, 1998; Söderbaum F., Shaw T. Theories of New Regionalism: A Palgrave Reader. *International Political Economy Series*. Palgrave Macmillan UK, 2003. URL: <http://gen.lib.rus.ec/book/index.php?md5=379a5f1daa1917187f15bd2601445b9b>.

Базовим структурним елементом регіоналізму можна вважати регіональні організації, які можуть бути політичними, економічними, військовими тощо. Серед регіональних економічних організацій можна виокремити такі:

– регіональні торговельні угоди/організації, РТО (англ. «*regional trade arrangements*», *RTA*), які є найбільш масовими альянсами і по мірі вертикального розвитку починають охоплювати не тільки торгівлю, а практично весь спектр економічних відносин;

<sup>19</sup> Базова архітектура. Більш детальний розгляд категорії із деякими альтернативними рівнями можна знайти, наприклад, у: Heitne B. The New Regionalism Revisited. *Theories of New Regionalism: A Palgrave Reader International Political Economy Series* / Ed. F. Söderbaum and T. M. Shaw. Basingstoke: Palgrave Macmillan UK, 2003. URL: <http://gen.lib.rus.ec/book/index.php?md5=379a5f1daa1917187f15bd2601445b9b>.

– регіональні монетарні угоди/організації (англ. «*regional monetary arrangements*»), які залежно від інтерпретації можуть включати як регіональні платіжні союзи, угоди із спільного фінансування платіжних балансів, приклади односторонньої (доларизація) та колективної (валютні союзи) валютної інтеграції, так й історичні форми монетних і валютних систем, блоків та зон;

– регіональні фінансові угоди/організації (англ. «*regional financial arrangements*»), типовим представником яких є сформований нещодавно Європейський стабілізаційний механізм (загалом група регіональних фінансових організацій взаємопов'язана із монетарними і не завжди можливо чітко розмежувати наявні альянси).

Регіональні монетарні та фінансові організації більш детально охарактеризовано в наступних підрозділах дослідження. Розглянемо основні віхи розвитку типології регіональної економічної інтеграції крізь призму регіональних економічних організацій (які здебільшого є торговельними).

Насамперед варто зазначити, що єдина наявна «офіційна» градація регіональних організацій розроблена СОТ і містить наступні форми РТО<sup>20, 21</sup>:

1. Зона вільної торгівлі (ЗВТ) – детермінується статтею XXIV ГАТТ як група митних територій, на котрій митні тарифи та інші рестриктивні заходи скасовані для майже повного переліку торгових продуктів (окрім дозволених випадків).

2. Митний союз (МС) – регламентується також статтею XXIV ГАТТ і, крім особливостей, наведених для ЗВТ, має передбачати наявність однакових тарифів і рестриктивних заходів серед членів об'єднання відносно третіх сторін.

3. Економічна інтеграційна угода (англ. «*Economic Integration Agreement*») – згідно статтею V ГАТС являє собою домовленість про суттєву лібералізацію торгівлі послугами.

<sup>20</sup> РТО згідно із СОТ – це будь-яка угода про лібералізацію торгівлі між 2-ма і більше державами, що реалізовується поза рамковими умовами мультilaterалізму.

<sup>21</sup> WTO. Regional Trade Agreements Information System, 2017. URL: [https://rtais.wto.org/UserGuide/RTAIS\\_USER\\_GUIDE\\_EN.html](https://rtais.wto.org/UserGuide/RTAIS_USER_GUIDE_EN.html) (Last accessed: 09.11.2017)



4. Часткова угода (англ. «*Partial Scope Agreement*») – регламентується т. зв. Дозвільною умовою (англ. «*Enabling Clause*») і стосується лібералізації торгівлі обмеженим набором продуктів винятково між країнами, що розвиваються.

Серед усіх РТО, зареєстрованих у СОТ, явно домінують двосторонні домовленості, що дало підставу Ю.-Д. Кангу вести мову про доцільність виокремлення в рамках регіоналізму додаткової категорії «білатералізм»<sup>22</sup>. Кількісний розподіл РТО залежно від типу наведений у табл. 1.3 і демонструє абсолютне домінування зон вільної торгівлі серед регіональних угруповань.

Таблиця 1.3

**Кількість регіональних торгових організацій за СОТ**

(за станом на 9.11.2017 р.)

Тип РТО	Кількість організацій*	Кількість приєднань нових членів
Зона вільної торгівлі	246	4
Митний союз	18	12
Економічна інтеграційна угода	143	7
Часткова угода	22	2
<b>Всього (фізична к-ть)*</b>	<b>284</b>	

*Примітка:* якщо РТО регламентує торгівлю і товарами, і послугами, то СОТ одночасно фіксує організацію і як ЕІУ, і як ЗВТ чи МС (де-факто зареєстровано лише одну РТО, що регулює винятково торгівлю послугами). Проте в підсумковому рядку наведено фізичну кількість РТО.

*Джерело:* за даними: WTO. Regional Trade Agreements Information System, 2017. URL: [https://rtais.wto.org/UserGuide/RTAIS\\_USER\\_GUIDE\\_EN.html](https://rtais.wto.org/UserGuide/RTAIS_USER_GUIDE_EN.html) (дата звернення: 09.11.2017).

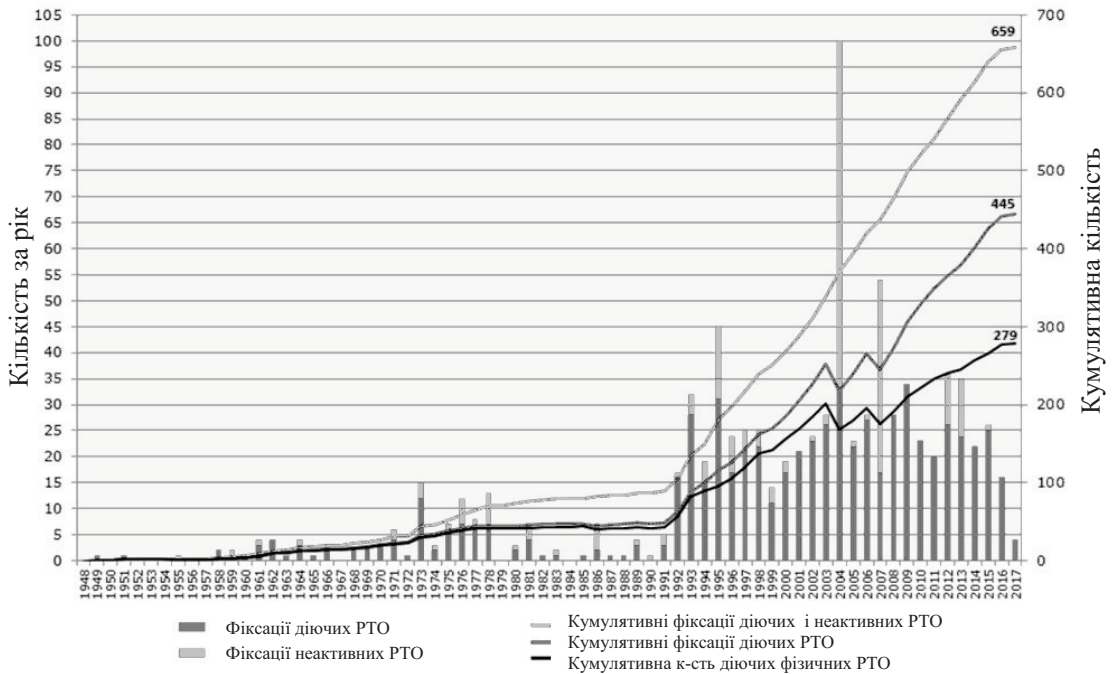
Динаміка створення нових РТО, починаючи із моменту заснування ГАТТ, наведена на рис. 1.3. В історичній ретроспективі можна виокремити чотири періоди якісних трансформацій РТО:

1. Кінець 1950-х – початок 1980-х рр. – створення Європейської економічної спільноти (ЄЕС) та Європейської асоціації вільної торгівлі (ЄАВТ), які стали прикладом для наслідування для країн, що розвиваються в Латинській Америці та Африці (період трактується як «старий регіоналізм»).

2. Друга половина 1980-х – початок 1990-х рр. – ознаменований появою двох РТО із якісно новітніми для свого часу принципами: єдиного ринку в Європі

<sup>22</sup> Kang, Y.-D. Development of Regionalism: New Criteria and Typology. *Journal of Economic Integration*. 2016. P. 237.

(на основі Єдиного європейського акта та Маастрихтського договору) та Північноамериканської зони вільної торгівлі (НАФТА; англ. «*North American Free Trade Agreement*», *NAFTA*), котра була першою РТА між умовними Північчю (США, Канада) та Півднем (Мексика). Окрім зазначених організацій, в цей період утворились Південноамериканський спільний ринок (МЕРКОСУР; ісп. «*Mercado Común del Sur*») та Зона вільної торгівлі Асоціації південно-східних азійських націй (АСЕАН; англ. «*Association of Southeast Asian Nations*»).



**Рис. 1.3. Динаміка створення регіональних торговельних організацій, 1948–2017 рр.**

*Примітка:* фіксація активності РТО: товари, послуги і кількість приєднань підраховуються окремо. На графіку фізичних РТО товари, послуги та приєднання рахуються разом. Кумулятивні криві відображають кількість РТО протягом відповідного року.

*Джерело:* за даними: WTO. Regional Trade Agreements Information System, 2017. URL: [https://rtais.wto.org/UserGuide/RTAIS\\_USER\\_GUIDE\\_EN.html](https://rtais.wto.org/UserGuide/RTAIS_USER_GUIDE_EN.html) (дата звернення: 09.11.2017).

3. Період із середини 1990-х до кінця 2000-х рр. характеризується безпрецедентним зростанням кількості РТО. На сьогодні більшість держав характеризується одночасним членством у декількох регіональних альянсах.

4. Початок 2010-х рр. ознаменувався появою так званих плюрилатеральних ЗВТ чи, як їх називають, мегарегіональних торговельних

об'єднань (англ. «*plurilateral FTAs*», «*Mega-regional trade agreements*»), які фактично нівелюють географічні виміри регіону. Прикладами таких організацій можуть бути Транстихоокеанське стратегічне економічне партнерство (ТТСЕП; «*Trans-Pacific Strategic Economic Partnership Agreement*», *TPSEP* чи *P4*), що переживає непростий процес реорганізації у Транстихоокеанське партнерство (ТТП; англ. «*Trans-Pacific Partnership Agreement*», *TPP*), а також Всестороннє регіональне економічне партнерство (ВРЕП; англ. «*Regional Comprehensive Economic Partnership*», *RCEP*) і прототип Трансатлантичного торговельного та інвестиційного партнерства (ТТІП; англ. «*Transatlantic Trade and Investment Partnership*», *TTIP*).

Очевидно, що така велика кількість і різноманітність регіональних торговельних об'єднань викликає значний науковий інтерес серед економістів, котрі неоднократно здійснювались спроби систематизації РТО та інші типи регіональних угруповань згідно з методологією, відмінною від тієї, що пропонує СОТ.

Типологія регіональних інтеграційних організацій першого покоління ґрунтується на градації Б. Балаша від 1961 р.<sup>23</sup>, що навіть сьогодні продовжує вважатися канонічною для багатьох академічних курсів та наукових праць із питань інтеграції. Дослідник визначив (а точніше спрогнозував появу, так як на той час інтеграційні процеси перебували на етапі становлення) п'ять рівнів інтеграції в рамках регіональних об'єднань: зона вільної торгівлі (ЗВТ), митний союз (МС), спільний ринок (СР), економічний союз (ЕС), повну інтеграцію (політичний союз). В альтернативних адаптаціях розглядаються також рівні зони преференційної торгівлі, монетарного, банківського, фіскального союзів і т. ін. Один із варіантів систематизації рівнів регіональних об'єднань, запропонованої Б. Балаша, та їх відповідні характеристики наведені в табл. 1.4.

Окрім визначених етапів, розрізняють також три інших типи регіональних об'єднань із меншим ступенем розвитку інтеграційних процесів:

---

<sup>23</sup> Balassa B. *The Theory of Economic Integration*. London: Routledge, 2013. 286 p.

- економічні форуми щодо співпраці у сферах торгівлі, інвестицій та монетарних відносин, які, на відміну від РТО, не пов'язують партнерів жорстко регламентованими угодами чи зобов'язаннями (як Азійсько-Тихоокеанське економічне співробітництво (АТЕС) чи Регіональний форум АСЕАН);
- невзаємні преференційні угоди, за якими розвинуті країни надають більш ліберальний доступ до своїх ринків для країн, що розвиваються без отримання еквівалентних концесій від останніх (наприклад, співпраця ЄС із країнами Африки та Карибського і Тихоокеанського басейнів в рамках Яундеської, Ломеської та Котонуської конвенцій). Такі угоди регламентуються не ГАТТ/СОТ, а в рамках нормативного поля Конференції ООН з торгівлі та розвитку (ЮНКТАД);

Таблиця 1.4

**Перше покоління типології форм (етапів)  
регіональної економічної інтеграції**

Рівні \ Критерії	Зниження внутрішніх тарифів	Усунення внутрішніх тарифів	Спільний зовнішній тариф	Вільний рух капіталів та робочої сили	Гармонізація економічної політики	Політична інтеграція	Приклади
Зона преференційної торгівлі (ЗПТ)*	X						Латиноамериканська інтеграційна асоціація (АЛАДІ)
Зона вільної торгівлі	X	X					НАФТА ЄАВТ
Митний союз	X	X	X				КАРІКОМ, ЄС+Туреччина Митний союз ЄАЕС
Спільний ринок	X	X	X	X			МЕРКОСУР (на етапі становлення)
Економічний союз	X	X	X	X	X		Європейський союз (не повністю)
Політичний союз	X	X	X	X	X	X	Західна та Східна Німеччини, Історичний етап США з 1789 р.

*Примітка:* іноді термін «ЗПТ» вживають для позначення всіх типів РТО загалом, а випадок взаємної торгівельної лібералізації, що не досяг рівня ЗВТ, називають преференційною угодою.

*Джерело:* модифікація: Balassa B. The Theory of Economic Integration. London: Routledge, 2013. 286 р. (із введенням етапу преференційної угоди).

- згадані раніше часткові угоди, регламентовані Дозвільною умовою СОТ від 1979 р., яка дає можливість зменшувати тарифи для торгівлі певними категоріями продуктів між країнами, що розвиваються.

Зазначені вище інтеграційні об'єднання, а також особливі умови для прибережної та прикордонної торгівлі, є винятками із режиму найбільшого сприяння, офіційно закріпленого нормативними документами ГАТТ, ЮНКТАД і Хартії економічних прав і обов'язків держав, прийнятої ООН.

Б. Балаша фактично зумів передбачити основні віхи розвитку Європейського Союзу, однак інтеграційні процеси за межами Європи переважно розвивались за іншими сценаріями. Можна виділити такі несумісності типології регіональних організацій першого покоління із поточною реальністю:

1. Градація регіональних організацій. Наприклад, митний союз вважається вищою формою інтеграції, ніж ЗВТ, однак створення МС далеко не завжди означає, що всі критерії ЗВТ були виконаними (часто між членами МС присутнє навіть квотування торгівлі). Згідно із постулатами першого покоління типології, угода між ЄС та Туреччиною вважається прикладом митного союзу, яка, проте, незрівнянна за рівнем інтеграції із НАФТА, котра формально є ЗВТ. Ідеться навіть не про інтенсивність торговельних потоків – НАФТА передбачає інституційні аспекти, спрямовані на досягнення регулятивної конвергенції у сфері торгівлі та інвестування, що є критерієм етапу спільного ринку<sup>24</sup>.

2. Зміна парадигми міжнародної торгівлі. Сучасна регіоналізація часто імплементується не в міжнародному, а в глобальному вимірах<sup>25</sup>. Враховуючи діяльність транснаціональних корпорацій (ТНК), «національність» виробленого продукту доволі важко ідентифікувати. Сьогодні держави вступають у РТО (незалежно від їх самоідентифікації як ЗВТ, МС чи ін.) нестільки заради лібералізації торгівлі, як заради приваблення прямих іноземних інвестицій (ПІІ) та участі у глобальних виробничих ланцюгах.

3. Зростання кількості міжрегіональних інтеграційних об'єднань, що частково нівелює саму ідею регіональної економічної інтеграції.

<sup>24</sup> Henri R. Une lecture comparative des accords d'association euro-méditerranéens et de l'Accord Nord-Américain de Libre-échange (ALENA). *Intégration euroméditerranéenne et stratégie économiques*. / Ed. R. Henri. Paris: L'Harmattan, 2003.

<sup>25</sup> Kébabdjian G. Europe et globalisation. Paris: Editions L'Harmattan, 2006. 224 p.

4. Поява інтеграційних об'єднань типу «Північ-Південь». Мотивація участі менш розвинутих держав в альянсах із передовими економіками знаходиться у площині приваблення ПІІ та сприяння реформам завдяки так званим ефектам “*lock-in*”<sup>26</sup>.

Зазначені чинники, а також зростаюча різноманітність регіональних організацій в аспектах інституційного забезпечення, тактичного інструментарію та ідеології, привели до спроб оновлення їх типології. З'являються нові комплементарні підходи, за якими намагаються систематизувати територіальні альянси з різних точок зору. Такі підходи можна умовно розподілити на дихотомічні та трихотомічні, відповідно до кількості детермінуючих критеріїв.

Основні дихотомічні критерії наведені в табл. 1.5. Першим і найголовнішим критерієм є рівень фактичної ефективності регіональної інтеграції, яку можна визначити, серед іншого, оцінивши частку внутрірегіональної торгівлі щодо загального обсягу експорту та імпорту. Наприклад, частка внутрірегіональної торгівлі ЄС перевищує 60%, тоді як у Західно-Африканському економічному і валютному союзі (ЗАЕВС) вона не досягає 10%<sup>27</sup>. Однак у Східній Азії у 1990-х рр., ще до початку інституційного регіоналізму, держави без будь-яких преференційних торговельних режимів демонстрували високу інтенсивність взаємних товарних та інвестиційних потоків, що знову ж таки актуалізує питання про загальну ефективність регіоналізму.

Критерій відкритості членства в інтеграційному об'єднанні детермінує різницю між закритим та відкритим регіоналізмом. Говорячи про закритий регіоналізм, маємо на увазі не стільки певні заборони чи мінімальні вимоги до членства в альянсі, скільки позиціонування інтеграційного союзу відносно решти країн світу. Перші приклади закритого регіоналізму простежуємо в

<sup>26</sup> Цей аспект широко розкритий у наукових працях: Fernandez R. Returns to Regionalism: An Evaluation of Non-traditional Gains from RTAs. *CEPR Discussion Paper*, April 1997. URL: <https://econpapers.repec.org/paper/cprceprdp/1634.htm>; Blomström M., Kokko A. Regional Integration and Foreign Direct Investment. *CEPR Discussion Paper. C.E.P.R. Discussion Papers*. 1997. URL: <https://econpapers.repec.org/paper/cprceprdp/1659.htm>.

<sup>27</sup> Kang, Y.-D. Development of Regionalism: New Criteria and Typology. *Journal of Economic Integration*. 2016. P. 244.

Латинській Америці та Африці протягом 1960-х рр. як спроби розширення обмежених внутрішніх ринків за рахунок політики імпортової субституції одночасно із промоцією внутрірегіонального виробництва. Однак такі своєрідні спроби внутрірегіональної автаркії та усунення із міжнародних ринків були не надто результативними.

Таблиця 1.5

**Дихотомічні критерії типології регіональної економічної інтеграції**

Критерій	Типи інтеграції	
1. Рівень ефективності	Інтеграція де-юре	Інтеграція де-факто
2. Відкритість	Закрита інтеграція	Відкритий регіоналізм
3. Рівень інтеграції без врахування лібералізації торгівлі	«Мілка» інтеграція	«Глибока» інтеграція

*Джерело:* авторська модифікація: Kang, Y.-D. Development of Regionalism: New Criteria and Typology. *Journal of Economic Integration*. 2016. P. 234–74.

По-перше, преференційна торговельна лібералізація стосувалась дуже обмеженого набору товарів, що не могло забезпечити суттєвого приросту торгівлі. По-друге, через політику імпортного заміщення товарами регіонального виробництва менш індустріалізовані члени об'єднання підтримували неефективні галузі своїх відносно більш індустріалізованих сусідів. І по-третє, у разі, якщо преференційна лібералізація могла послабити позиції місцевих олігархічних виробників із потужними лобі в урядах, то перемовини про пом'якшення тарифних чи нетарифних заходів між партнерами зазвичай заходили в глухий кут.

Концептуальний каркас відкритого регіоналізму нині не отримав особливо високого рівня розвитку. Згідно із твердженням Ф. Бергстена<sup>28</sup>, відкрите регіональне об'єднання має характеризуватись принаймні однією із трьох рис:

– як торговельний блок, створений на основі вільного членства, що в разі популярності інституційно реорганізовується в зону вільної торгівлі;

<sup>28</sup> Bergsten C.F. Open Regionalism. *World Economy*. 1997. Vol. 20., No 5. P. 545–565. DOI: <https://doi.org/10.1111/1467-9701.00088>.

- як існуюче закрите регіональне утворення, що переходить до режиму найбільшого сприяння відносно решти світу;
- як міждержавна організація, що використовує принципи консенсусу у процесі прийняття рішень, для вирішення спільних проблем і конвергенції державних політичних ініціатив навколо певної моделі.

Емпіричним втіленням наведеної моделі іноді називають Азіатсько-Тихоокеанське економічне співробітництво (АТЕС)<sup>29</sup>. Однак не маючи у своїй основі певного регіонального контрактного змісту, це об'єднання важко назвати регіоналізмом.

Подібною також є думка К. Деблока<sup>30</sup>, котрий вважає, що засади відкритого регіоналізму сформувались наприкінці 1980-х рр. у вигляді підтримки мультилатеральної торговельної системи, тобто зростання кількості РТО може розглядатись як тенденція до формування фрагментованого мультилатералізму, причому регіоналізм є перешкодою цьому поступу.

Третій дихотомічний критерій стосується глибини інтеграційного процесу. Дослідники меншою мірою намагаються чітко розмежувати етапи регіональної інтеграції *à la* Б. Балаша, а натомість використовують узагальнюючий поділ на «мілку» (англ. «*shallow integration*») та «глибоку» (англ. «*deep integration*») інтеграції. Характеристика «мілка» стосується об'єднань, в яких інтеграція виявляється винятково як усунення торговельних бар'єрів (у т. ч. із частковими угодами), а регулювання руху капіталу, монетарна чи фінансова гармонізація знаходять свій вияв лише у деклараціях про наміри. «Глибока» інтеграція передбачає наявність певних рис (хоч, можливо, і не остаточно сформованих) спільного ринку, валютного союзу. Наприклад, доволі усталеним терміном став «митний та валютний союз», який вживається для деномінації валютних блоків

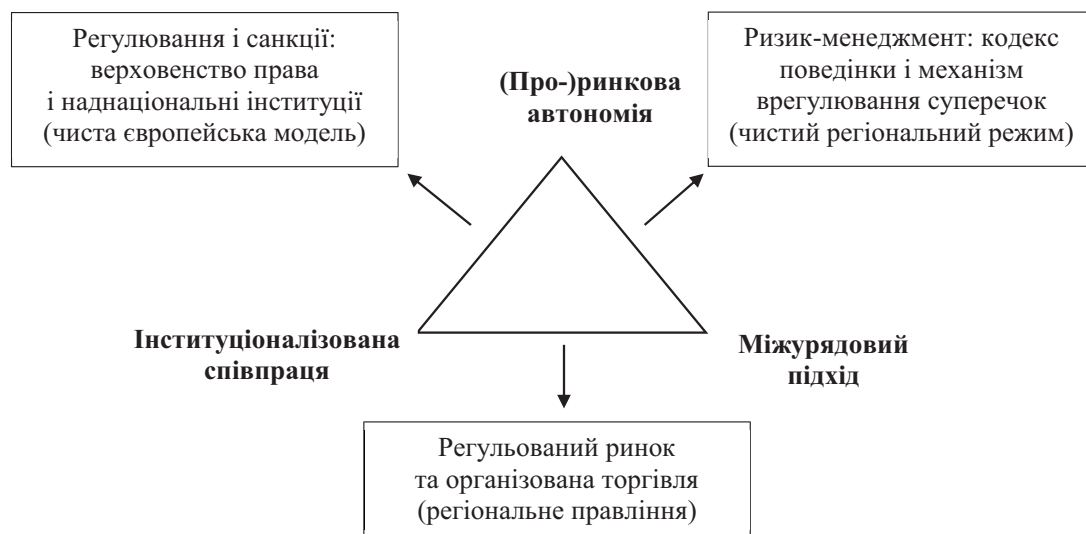
<sup>29</sup> Webber D. Two funerals and a wedding? The ups and downs of regionalism in East Asia and Asia-Pacific after the Asian crisis. *The Pacific Review*. 2001. Vol. 14. No 3. P. 339–372.

<sup>30</sup> Deblock C. Régionalisme économique et mondialisation: que nous apprennent les théories? La question politique en économie internationale. Paris: La Découverte, 2006. P. 248–260.



Африки (які, однак, не завжди відповідають формальним критеріям митного союзу, проте використовують спільну валюту).

Трихотомічна типологія регіональної інтеграції в різних варіаціях була запропонована французькими дослідниками<sup>31</sup>, натхненними трилемою несумісності (т. зв. «неблагословенна трійця»<sup>32</sup>), яка базується на моделі Р. Мандела–М. Флемінга<sup>33</sup>. Агрегований варіант 2-х трихотомічних моделей зі схожим принципом, але різним ракурсом, наведений на рис. 1.4.



**Рис. 1.4. Трихотомічна типологія регіональної інтеграції**

Джерело: агрегація за: Deblock C., Brunelle D., Rioux M. Zone de Libre-Échange Des Amériques et Intégration En Profondeur Asymétrique. *Intégration Euro-Méditerranéenne et Stratégies Économiques* / Ed. H. Regnault. Editions L'Harmattan, 2003. P. 313–25; Kébabdjian G. Europe et globalisation. Paris: Editions L'Harmattan, 2006.

Кути моделі відображають характеристики регіоналізму, які сумісні лише в 2-х «сусідніх» комбінаціях: (про-)ринкова автономія; незалежність членів

<sup>31</sup> Deblock C., Brunelle D., Rioux M. Zone de Libre-Échange Des Amériques et Intégration En Profondeur Asymétrique. *Intégration Euro-Méditerranéenne et Stratégies Économiques* / Ed. H. Regnault. Editions L'Harmattan, 2003. P. 313–25; Kébabdjian G. Europe et globalisation. Paris: Editions L'Harmattan, 2006.

<sup>32</sup> З англ. "impossible trinity," "Trilemma", "unholy trinity," "irreconcilable trinity," "inconsistent trinity», «Mundell–Fleming trilemma». Трилема стала канонічною завдяки праці: Obstfeld M., Taylor A.M. The Great Depression as a Watershed: International Capital Mobility over the Long Run. Working Paper. *National Bureau of Economic Research*, March 1997. DOI: <https://doi.org/10.3386/w5960>.

<sup>33</sup> Mundell R. Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates. *The Canadian Journal of Economics and Political Science*. 1963. Vol. 29, No. 4. P. 475–485. DOI: <https://doi.org/10.2307/139336>; Fleming J. M. Domestic Financial Policies under Fixed and under Floating Exchange Rates. *IMF Staff Papers*. 1962. Vol. 9. No 3. P. 369–380.

(міжурядовий підхід) та інституціоналізована співпраця. Регіоналізм у таких вимірах може ґрунтуватись на трьох засадничих принципах (лише два з яких є економічними):

1. Регулювання і санкції – тип регіоналізму, заснований на ринковому підході із жорстким інституціональним обрамленням та наднаціональним суб'єктом влади (типовим прикладом є ЄС);

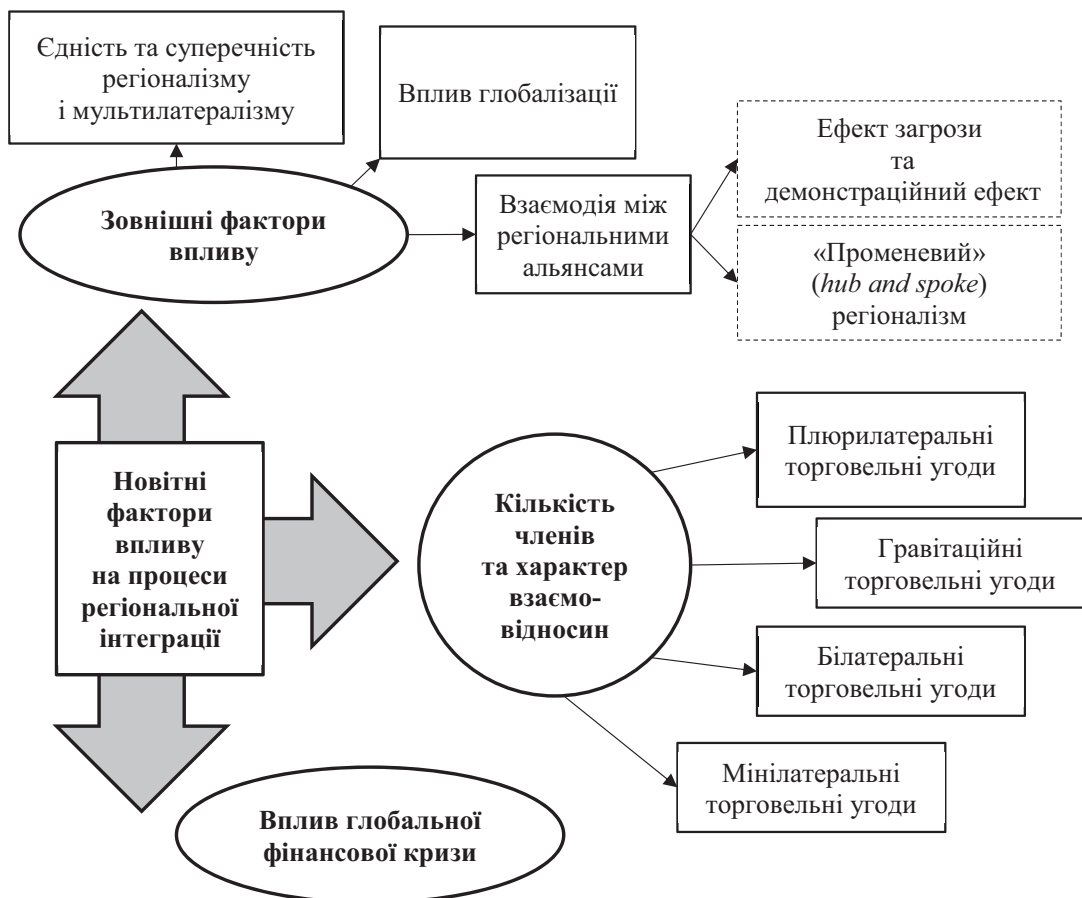
2. Ризик-менеджмент – регіоналізм сформований на основі ринкових механізмів із високим рівнем суверенітету між членами об'єднання (наприклад, НАФТА);

3. Регіоналізм на основі адміністративного неринкового регулювання (віддаленим прикладом є колишній Радянський Союз).

Трихотомічна типологія стала оригінальним прикладом типології процесів регіоналізму, особливо враховуючи її акцент на варіантах глибокої інтеграції. Однак їй властиві також певні недоліки. По-перше, трихотомічна модель упускає з поля зору власне регіональний вимір; не прослідковуються діалектичні суперечності між регіоналізмом і мультилатералізмом, регіоналізмом та глобалізацією. По-друге, не враховується аспект інтеграції між державами із різним рівнем розвитку (відносини Північ-Південь). Крім того, не береться до уваги той нюанс, що одна держава може одночасно бути членом кількох угруповань із різними партнерами, тобто де-факто одні регіональні угруповання сприяють появі інших регіональних угруповань. Окрім того, на нашу думку, викликають деякий сумнів самі методологічні основи трихотомічної моделі – не зрозуміло наскільки насправді несумісними є запропоновані виміри «несумісного трикутника» (вважаємо, що ЄС одночасно відповідає всім трьом критеріям).

Як зазначалось вище, після 2000 р. процеси регіональної інтеграції досягли безпрецедентної комплексності та варіативності. Жодна із розглянутих типологій не дає змоги повною мірою обґрунтувати їх різноманіття. Основні

фактори, які визначають обличчя сучасного регіоналізму, наведені на рис. 1.5.



**Рис. 1.5. Основні сучасні фактори впливу на регіональну інтеграцію**

*Джерело:* сформовано автором.

Так, наукову дискусію про взаємовплив мультилатералізму та регіоналізму можна звести до двох основних питань. Перше стосується характеру і вектора впливу преференційної торговельної лібералізації в рамках регіональних блоків на загальний тренд до прогресу чи регресу мультилатеральної системи. Відповідно неоднозначною є роль регіоналізму як наріжного каменя чи, навпаки, як каменя спотикання до уніфікації та лібералізації світової торгівлі. Наукові обґрунтування позитивного ефекту регіоналізму знаходимо у працях

Л. Самерса<sup>34</sup>, Р. Лоренса<sup>35</sup>, Р. Болдвіна<sup>36</sup>, В. Етьєра<sup>37</sup>; табір скептиків представлений дослідженнями Д. Бхагваті<sup>38</sup>, А. Панагарії<sup>39</sup>, Е. Крюгер<sup>40</sup>.

Друге менш суперечливе питання полягає в тому, як розвиток багатосторонніх торговельних систем впливає на інтенсивність регіоналізму. Цей аспект стосується як розвинених країн, так і країн, що розвиваються і пов'язаний із маржею преференцій (англ. «*preference margin*») регіоналізму. Розгляд питання можна розпочати із спекулятивної гіпотези: якщо багатостороння лібералізація торгівлі приносить державам задовільні результати, то бажання ініціювати регіоналізм при цьому має зменшитись. Проте затримка чи відсутність консенсусу у багатосторонніх торговельних переговорах може привести до збільшення привабливості регіоналізму.

На рис. 1.6, котрий демонструє вищезгаданий ефект, першопочатково маржа преференцій сформувалася в точці *A*, оскільки потенційні «бонуси», отримані через преференційну лібералізацію, є більш важливими від досягнутих з допомогою мультилатерального лібералізму (менша кількість учасників пришвидшує прогрес перемовин; ширший та глибший спектр інтеграції). Проте як тільки мультилатеральні переговори починають забезпечувати реальний результат<sup>41</sup>, маржа преференцій регіоналізму починає зменшуватись і навіть стає від'ємною (рівновага зміщується в точку *B*). Якщо ж допустити, що переговори виявились безрезультатними, однак існує можливість досягнення визначених цілей із допомогою регіоналізму, то рівновага зафіксується в точці *C*.

<sup>34</sup> Summers L. Regionalism and the world trading system. *Policy Implications of Trade and Currency Zones*. 1991. P. 295–301.

<sup>35</sup> Lawrence R.Z. Regionalism, multilateralism, and deeper integration. Washington: Brookings Institution Press, 2000.

<sup>36</sup> Baldwin, Richard. 'A Domino Theory of Regionalism'. National Bureau of Economic Research, 1993.

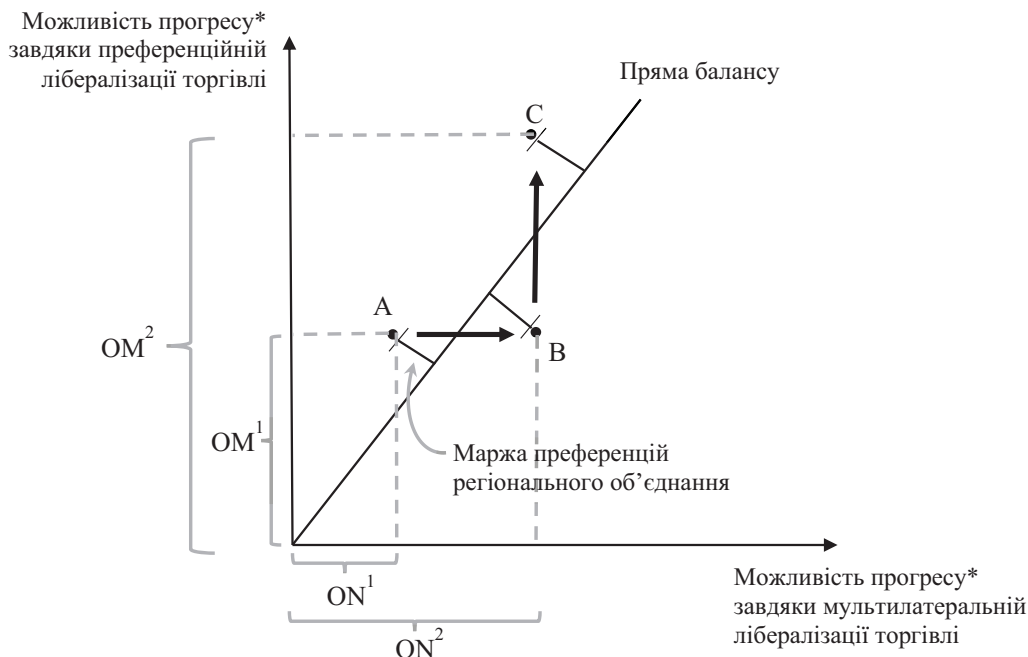
<sup>37</sup> Ethier W. J. The new regionalism. *The Economic Journal*. 1998. Vol. 108, No 449. P. 1149–1161.

<sup>38</sup> Bhagwati J. N. US Trade Policy: The Infatuation with FTAs. New York: Columbia University, Department of Economics, 1995. URL: <https://academiccommons.columbia.edu/catalog/ac:100125>.

<sup>39</sup> Panagariya A. The regionalism debate: an overview. *The World Economy*. 1999. Vol. 22, No 4. P. 455–476.

<sup>40</sup> Krueger A. O. Free trade agreements as protectionist devices: Rules of origin. National Bureau of Economic Research, 1993.

<sup>41</sup> Описана ситуація характерна для періоду із 1948 р. по 1980-мі рр., коли 8 раундів перемовин у рамках ГАТТ суттєво лібералізували зовнішню торгівлю на мультилатеральній основі, а тенденції регіоналізму були не такі інтенсивні, як після 1990-х рр.



Примітка: \* під прогресом розуміємо можливість досягнення цілей кожною із держав.

**Рис. 1.6. Маржа преференцій регіоналізму**

Джерело: Kang, Y.-D. Development of Regionalism: New Criteria and Typology. *Journal of Economic Integration*. 2016. P. 234–74.

Другим зовнішнім фактором, що впливає на процеси регіональної інтеграції, вважається глобалізація економіки, яка може виявлятися в трьох аспектах.

По-перше, основним виявом глобалізації є зростання міжнародної торгівлі та мобільності факторів виробництва, які все ж таки є достатньо регіонально детерміновані, оскільки географічна відстань продовжує залишатись важливим елементом у визначенні вартості продукту. Йдеться про процеси регіоналізації, які за висхідним принципом визначають географію регіоналізму і потенційно можуть виявитись першою фазою «тотальної глобалізації».

По-друге, як зазначалось раніше, глобалізація змінює традиційні канали передачі економічної інтеграції із торговельних потоків на потоки факторів виробництва, особливо капітальні інвестиції. Відповідно важливо враховувати нові форми інтеграції, основою яких є міжнародні виробничі системи. Європейська інтеграція має численні факти таких механізмів, наприклад,

масовий приплив спочатку американських, а згодом японських ПІІ після формування спільного ринку в Європі в 1970-х рр. Особливо показовим у даному контексті є досвід Ірландії як малої економіки, що зуміла привабити значні потоки капіталу не в останню чергу завдяки європейській інтеграції.

По-третє, глобалізація сприяє поширенню регіональної інтеграції між умовними Північчю та Півднем. Так, держави Півночі переважно характеризуються низькими тарифними бар'єрами, які, проте, компенсуються жорсткою нетарифною регулятивною складовою, що ускладнює вихід на їх ринок продукції держав Півдня. Південь відповідно характеризується вищим рівнем тарифних бар'єрів. Отже, маржа преференцій менш розвинутих держав в напрямку регіоналізму із Північчю є низькою щодо тарифів, але високою щодо нетарифних регулювань та приваблення ПІІ.

За одночасного функціонування різних регіональних блоків та взаємодії між ними (третій зовнішній фактор на рис. 1.5) можна виділити такі мотиваційні ефекти:

– ефект загрози (англ. «*threat effect*»), який спонукає держави, залишені «за бортом» інтеграції, та інші регіональні блоки або створювати власні об'єднання, або інтенсифікувати існуючі;

– демонстраційний ефект (англ. «*demonstration effect*»), через який успішні моделі регіональних альянсів імплементуються в нових регіонах.

На європейському континенті можна чітко простежити прояв ефекту загрози: створення Європейської асоціації вільної торгівлі значною мірою мотивувалось боязню дискримінацій серед держав, котрі не ввійшли до складу Європейських економічних спільнот<sup>42</sup>. Причому ЄАВТ навіть швидше, ніж ЄЕС, завершила внутрішню лібералізацію торгівлі, що, однак, не врятувало її від втрати майже половини складу (Велика Британія, Ірландія, Данія, а в перспективі імовірно й Ісландія, котрі поступово перейшли до структури ЄЕС/ЄС). Успіх ЄЕС викликав також демонстраційний ефект для решти держав світу, зокрема

<sup>42</sup> Baldwin R. E. Towards an Integrated Europe. Centre for Economic Policy Research, 1994. 272 p.

чітко його можна простежити для латиноамериканських держав, котрі в 1960-х рр. створили Латиноамериканську зону вільної торгівлі задля інтенсифікації співпраці та зростання політичної ваги в світі.

Ще один ефект інтенсифікації міжрегіональної взаємодії має більш структурний характер і виявляється у формуванні т. зв. «променевого» регіоналізму (англ. *«hub and spoke regionalism»*)<sup>43</sup>, який є причиною стрімкого зростання кількості (проліферації) регіональних блоків. Променевий регіоналізм слід розуміти як модель угруповання з явно вираженою центральною державою-лідером, яка є основою всіх торговельних і виробничих зв'язків інтеграційного альянсу (відносини між нецентральними державами, які в моделі деноміновані як промені, що виходять із одного центру, не є істотними). Як тільки променева модель регіонального блоку викристалізовується, то державам-променям стає важко переспрямувати потоки капіталу на свою користь і досягти суттєвого зростання обсягу ринків. Можливим варіантом виходу із такого стану є формування нового регіонального блоку з іншими державами-променями, що завдяки ефекту доміно приводить до проліферації регіональних блоків. Варто зазначити, що, починаючи із 1990-х рр., у світі сформувались два глобальні регіональні «хаби» – ЄС та НАФТА, які змусили інші держави непокоїтись щодо власної маргіналізації в статусі «променю» і запустили процеси регіоналізму по всьому світі (зокрема в Азії).

Друга група факторів, котрі впливають на діяльність сучасних регіональних інтеграційних блоків, детермінована кількістю учасників об'єднання. Формально регіональне об'єднання із кількістю учасників більше двох називається плюрилатеральними. Першопочатково такі об'єднання виникали поміж сусідніми державами і часто мали за мету формування регіонального ринку із глибоким рівнем інтеграції.

---

<sup>43</sup> Англomовному терміну-епітету *«hub and spoke»* (дослівно: «втулка і спиці») важко підібрати точний і милозвучний україномовний аналог. Серед варіантів перекладів наявні такі: променевий, зіркоподібний, радіальний, віялоподібний і т. ін., однак вони не є особливо вдалимими, тому словосполучення часто наводять без перекладу.

Починаючи із 2010-х рр., виникає новий тип плюрилатеральних альянсів – т. зв. мегарегіональні об'єднання. Їх відмінною рисою є географічна віддаленість держав-членів та наявність між ними численних раніше функціонуючих дво- чи багатосторонніх угод. Отже, мегарегіональні союзи є спробою об'єднати масив більш «локальних» альянсів в один пакет, усунувши цим «ефект миски спагеті» (англ. *«spaghetti bowl effect»*)<sup>44</sup>. Надмірна нормативна заплутаність павутини білатеральних угод стала реальною проблемою. За даними досліджень<sup>45</sup>, менше третини азійських підприємців ефективно використовує преференційні режими зовнішньої торгівлі. Ще одним важливим моментом мегарегіональних блоків є залучення менш розвинутих держав, сприяючи цим регулятивній конвергенції між Північчю та Півднем. Однак розмита регіональна ідентичність дає підстави вести мову про мегарегіоналізм як про категорію комерційної політики, а не політично вмотивовану регіональну інтеграцію.

У контексті сучасного функціонування плюрилатеральних альянсів можна виокремити ще одну тенденцію, яку К. Брумер, на противагу мультилатералізму, називає «мінілатералізм» (англ. *minilateralism*)<sup>46</sup>. Мінілатеральні торговельні альянси створюються на основі неформальних чи малоформальних (англ. *«soft law»*) угод та фінансових схем, котрі направлені на лібералізацію взаємовідносин між членами об'єднання.

Важливим моментом сучасного регіоналізму є становлення системи гравітаційних торговельних угод, котрі охоплюють дві сторони: існуючий торговельний блок і позаблокову державу. З допомогою гравітаційних угод торговельний блок посилює власні позиції як регіонального «хаба», тоді як позаблокова держава отримує кращий доступ до ринків та збільшує власну

---

<sup>44</sup> Термін вперше запроваджений Д. Бхагваті у 1995 р. (Bhagwati J. N. US Trade Policy: The Infatuation with FTAs. New York: Columbia University, Department of Economics, 1995. URL: <https://academiccommons.columbia.edu/catalog/ac:100125>). Щодо азійського регіону вживається адаптація «ефект миски локшини» (англ. *‘noodle bowl effect’*).

<sup>45</sup> Kawai M., Wignaraja G. The Asian ‘noodle bowl’: Is it serious for business. *ADB working paper series*, No. 136, 2009. URL: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/53759/1/604641338.pdf>.

<sup>46</sup> Brummer C. *Minilateralism: How Trade Alliances, Soft Law and Financial Engineering are Redefining Economic Statecraft*. Cambridge: Cambridge University Press, 2014. 233 p.



привабливість як реципієнта ПІІ. Гравітаційні угоди слід відрізнити від двосторонніх партнерств з іншими регіональними об'єднаннями чи великими економіками. Так, розглядаючи численні угоди про співпрацю Європейського Союзу, можна виокремити декілька їх типів: Європейський економічний простір (угода з ЄАВТ без Швейцарії); митний союз (Андорра, Монако, Сан-Марино, Туреччина); різні типи угод про асоціацію, наприклад, стабілізаційні угоди (із членами Центрально-європейської зони вільної торгівлі, ЦЄАВТ), глибокі та всеохоплюючі зони вільної торгівлі (в т. ч. частково впровадженої з Україною); класичні білатеральні зони вільної торгівлі; системи невзаємних преференцій і т. ін. Серед різнобарв'я регіоналізму за участю ЄС значно меншу частину угод можна назвати гравітаційними (зокрема, угоди про асоціацію та двосторонні зони вільної торгівлі).

Глобальна фінансова криза 2008–2009 рр. вплинула не лише на загальний стан світової економіки, але й на інтенсивність процесів регіоналізму. Намагаючись компенсувати дефіцит регулятивізму докризової декади, уряди почали задумуватись про можливість посилення протекціонізму, що привело до призупинення чи відтермінування інтеграційних ініціатив, у тому числі в монетарній сфері (наприклад, в арабських та африканських державах).

Разом із тим, глобальна криза сприяла перебудові торговельного ландшафту і надала стимул для створення нових білатеральних та регіональних блоків із акцентом насамперед на їх економічній ефективності, а не дипломатичній «привабливості» (наприклад, мегарегіональні альянси). Додатковою мотивацією можна вважати також те, що в умовах економічного штопору існує більша можливість втілення навіть політично непривабливих реформ.

Крім того, кризові події часто посилюють співпрацю між державами-сусідами, оскільки ефекти переливу (англ. *«spill-over effect»*) та регіональних публічних благ по-новому переглядаються. Дослідники зазначають, що азійська

фінансова криза 1999 р. дала стимул східно-азійському регіоналізму<sup>47</sup> (хоч до цього територія детермінувалась майже винятково процесами регіоналізації. Так, у 2000 р. лише три ЗВТ функціонували в регіоні, а вже за десять років було запущено 37 ЗВТ і щодо 72-х велися перемовини, що привело до появи вище згаданого «ефекту миски локшини».

Окрім азійського регіону, в посткризовому періоді гіперактивність у сфері формування регіональних структур почали виявляти два кити сучасної економіки: ЄС (т. зв. «Глобальна європейська ініціатива») та США. Сучасні регіональні об'єднання дедалі більше починають застосовувати регулятивні інструменти. Як зазначали дослідники<sup>48</sup>, і США, і ЄС доклали чималих зусиль до фрагментації мультилатерального світу під егідою СОТ на більш дрібні блоки, які можна згрупувати таким чином:

– «СОТ-плюс» (англ. «*WTO+*») – об'єднання, які додатково до лібералізації тарифів у рамках мультилатералізму пропонують більш преференційні умови для торгових партнерів, однак лише для членів альянсу;

– «СОТ-екстра» (англ. «*WTO-X*») – об'єднання, котрі, крім лібералізації торгівлі, передбачають додаткові регулятивні зобов'язання, наприклад, щодо стандартів ринку праці чи захисту навколишнього середовища.

Обидва типи нормогенеруючих організацій за участю ЄС та США іноді називають прикладом «гегемонної мультилатералізації торговельних засад»<sup>49</sup>.

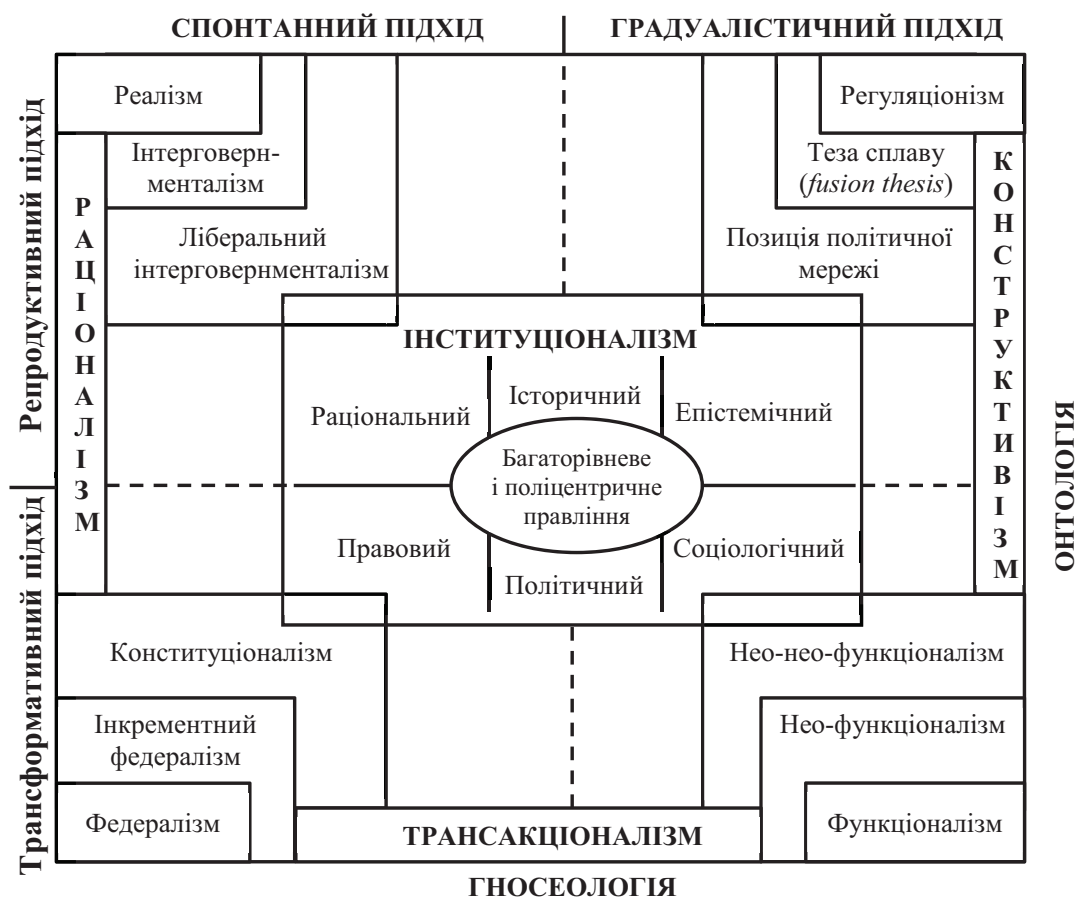
Загалом вся вищенаведене є спробою огляду основ і важливих сучасних тенденцій процесів регіональної економічної інтеграції, які не в останню чергу стають чинниками валютної інтернаціоналізації та інтеграції. Ми не ставили за мету здійснення детального аналізу глибинних передумов регіональної

<sup>47</sup> Bustelo P. The Impact of the Financial Crises on East Asian Regionalism, 2000; Lee S. The evolutionary dynamics of institutional balancing in East Asia. EAI. 2012. No 21. P. 1–32.

<sup>48</sup> Bown C. P. Mega-Regional Trade Agreements and the Future of the WTO. *Global Policy*. 2017. Vol. 8, No 1. P. 107–112; Horn H., Mavroidis P.C., Sapir A. Beyond the WTO? An anatomy of EU and US preferential trade agreements. *Bruegel blueprint series*. Vol. VII. 2009.

<sup>49</sup> Hoekman B., Winters L.A. Multilateralizing 'Deep Regional Integration': A Developing Country Perspective. *Joint World Trade Organization and Centre for Economic Policy Research Conference on Multilateralising Regionalism*, Geneva, 2007. P. 10–12.

інтеграції, оскільки протягом останніх десятиліть науковцями запропоновано феноменальну кількість теоретичних моделей, котрі пояснюють ті чи інші аспекти регіоналізації та регіоналізму, що потребує вузькоспеціалізованого вивчення. Як приклад, на рис. 1.7 наведено перелік основних парадигм, що обґрунтовують засади лише європейської інтеграції.



**Рис. 1.7. Парадигми європейської регіональної інтеграції**

Джерело: Malamud A., Schmitter P. The Experience of European Integration and the Potential for Integration in South America. *Working Papers, Institut Barcelona d'Etudis Internationals IBEI*. 2007. Vol. 6.

При розгляді процесів регіональної економічної інтеграції зроблено основний акцент на їх економічних вимірах. Однак економічна складова не може розглядатись окремо від політичної, яка передбачає відмову національних урядів

від частини власного суверенітету та автономії в прийнятті рішень для створення та використання спільних ресурсів і досягнення спільних цілей<sup>50</sup>.

Вищим рівнем міжнародної політичної інтеграції є досягнення регіонального порядку (або, як його ще по-іншому називають, неурядового регіонального правління<sup>51</sup>), що слід розуміти як сукупність принципів, норм, інститутів і практик, котрі поєднують політично автономні, але взаємозалежні держави<sup>52</sup>.

Рівень вищезгаданої відмови від національного суверенітету та автономії в прийнятті рішень є одним із найбільш дискусійних аспектів регіональної інтеграції. У контексті суверенної боргової кризи в ЄС деякі дослідники вважають, що монетарний союз не функціонує повною мірою без створення політичного союзу<sup>53</sup>. Аналогічно торгівля між США та Канадою, незважаючи на практично повну відсутність тарифних і нетарифних бар'єрів, культурну та мовну схожість, вважається такою, що не досягнула максимального потенціалу через наявність значних трансакційних витрат пов'язаних із несумісністю політичних і правових систем (емпірично підтверджено в дослідженні Дж. Андерсона та Д. Маркуїлера<sup>54</sup>).

За аналогією до «неблагословенної трійці» відкритої економіки Д. Родрік<sup>55</sup> розробив «політичну трилему світової економіки» чи, по-іншому, «розширену

---

<sup>50</sup> Bolaños Bonilla A. A Step Further in the Theory of Regional Integration: A Look at the Unasur's Integration Strategy. Rochester, NY: Social Science Research Network, 2016. URL: <https://ssrn.com/abstract=2780799>.

<sup>51</sup> Англ. *regional governance without government*. Ernst-Otto C., Rosenau J. *Governance Without Government: Order and Change in World Politics*. Cambridge: Cambridge University Press, 1992.

<sup>52</sup> Альтернативне визначення регіонального правління належить экс-генеральному директору СОТ П. Ламі, котрий інтерпретував його як «... сукупність трансакцій, що дозволяють формулювання, детермінацію, легітимізацію та імплементацію колективних норм та правил, а також контроль за їх виконанням». Jacquet P., Pisani-Ferry J., Tubiana L. *Gouvernance Mondiale*. La Documentation française Paris, 2002. Vol. 37. URL: <http://www.ladocumentationfrancaise.fr/rapports-publics/024000230/index.shtml>.

<sup>53</sup> Fligstein N., Polyakova A., Sandholtz W. European integration, nationalism and European identity. *Journal of Common Market Studies*. 2012. Vol. 50, No 1. P. 106–122; Issing O. The crisis of European Monetary Union—Lessons to be drawn. *Journal of Policy Modeling*. 2011. Vol. 33. No 5. P. 737–749; Sapir A. European integration at the crossroads: a review essay on the 50th anniversary of Bela Balassa's theory of economic integration. *Journal of Economic Literature*. 2011. Vol. 49, No 4. P. 1200–1229.

<sup>54</sup> Anderson J. E., Marcouiller D. Trade, Insecurity, and Home Bias: An Empirical Investigation. Working Paper. *National Bureau of Economic Research*. 1999. DOI: <https://doi.org/10.3386/w7000>.

<sup>55</sup> Rodrik D. How Far will International Economic Integration Go? *The Journal of Economic Perspectives*. 2000. Vol. 14, No. 1. P. 177–186.

трилему» (англ. «*augmented trilemma*»), яка демонструє одночасну можливість лише двох із трьох поєднань: міжнародна економічна інтеграція, автономна державна політика<sup>56</sup> та масова політика (рис. 1.8).

На думку Д. Родріка, досягнення інтеграції економік можливе лише за двома взаємовиключними політичними сценаріями:

– поступова втрата автономії національними урядами, нівелювання державних кордонів, передача права прийняття рішень суспільним депутатам, важлива роль наднаціональних інститутів, що сукупно приводить до формування так званого глобального федералізму (за таким підходом побудована співпраця між штатами США; до такого рівня інтеграції прагне ЄС);



**Рис. 1.8. Політична трилема світової економіки**

Джерело: Rodrik D. How Far Will International Economic Integration Go? *The Journal of Economic Perspectives*. 2000. Vol. 14, No. 1. P. 177–86.

<sup>56</sup> В оригіналі «*nation-states*».

– збереження автономії національних урядів, проте спрямування політики на максимальне залучення до міжнародних ринків, що, зазвичай, має передбачати: низький рівень інфляції, низькі податки та тарифи, відсутність нетарифних бар'єрів, гнучке законодавство про ринок праці, дерегуляцію, приватизацію і максимальну відкритість. Це ті характеристики, які з легкої руки Т. Фрідмана в сукупності названі «золотою гамівною сорочкою» (англ. «*Golden Straitjacket*») <sup>57</sup>. Нині спостерігаємо такий стан речей між членами сучасних регіональних та білатеральних економічних блоків низького ступеня інтеграції із псевдо-варіативними національними політиками.

Третя комбінація трилеми передбачає відмову від лейтмотиву економічної інтеграції на користь збереження національної автономії з поступовою лібералізацією зовнішньої торговельної та фінансової політики в рамках мультилатералізму системи СОТ-МВФ-СБ.

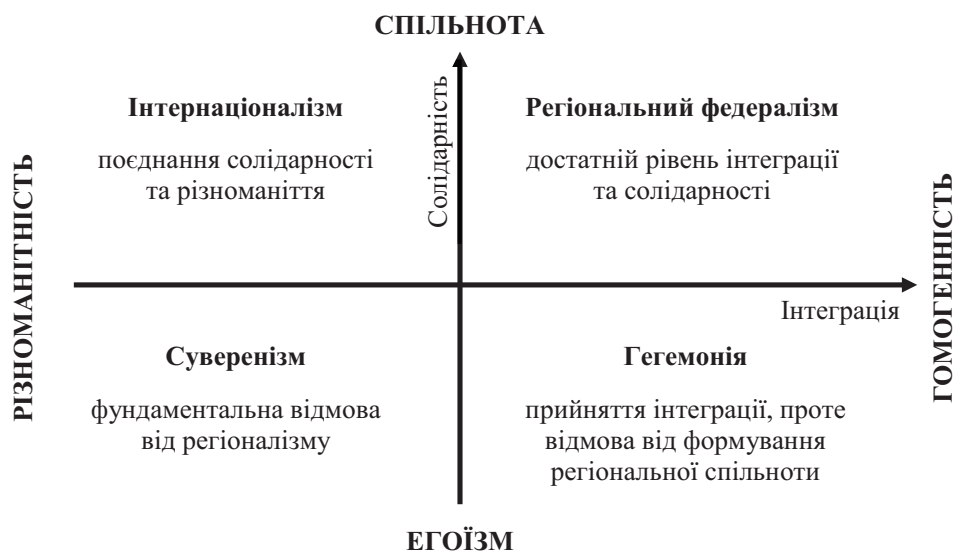
Звісно, реальний світ (особливо менш розвинуті держави) існує в площині між кутами політичної трилеми, комбінуючи декілька стратегічних політичних принципів (рис. 1.9), прагнучи «вижати» максимум «клубного блага» <sup>58</sup> інтеграції, проте не стати при цьому жертвою надмірної залежності в умовах загрози чергової глобальної кризи.

Сьогодні дещо менше уваги приділяється третьому виміру (поряд із економічним та політичним) регіональної інтеграції – т. зв. фізичній чи інфраструктурній інтеграції, яка, тим не менше, генерує значну економічну динаміку. Фізична інтеграція включає створення комунікаційних каналів через поєднання транспортних, енергетичних і телекомунікаційних мереж на регіональному рівні між двома або більше сусідніми державами, що призводить до значної регіональної економічної взаємозалежності. Наприклад, у контексті

<sup>57</sup> Friedman T. L. *The Lexus and the Olive Tree: Understanding Globalization*. Farrar, Straus and Giroux, 2000. 493 p.

<sup>58</sup> Аллозія на концепти клубного та публічного блага в моделях функціональної інтеграції Дж. Букенена та його послідовників, що відомі за загальною назвою «теорія клубів» (англ. «*theory of clubs*»). Buchanan J. M. *An Economic Theory of Clubs*. *Economica*. 1965. Vol. 32, No 125. P.1–14. DOI: <https://doi.org/10.2307/2552442>.

нашого дослідження валютна інтеграція потребує (особливо на перших етапах) стабільного та розвинутого телекомунікаційного та інтернет-зв'язку.



**Рис. 1.9. Виміри світового економічного порядку: інтеграція та солідарність**

*Джерело:* за матеріалами: Bolaños Bonilla A. A Step Further in the Theory of Regional Integration: A Look at the Unasur's Integration Strategy. Rochester, NY: Social Science Research Network, 2016. URL: <https://ssrn.com/abstract=2780799>.

Як стверджували деякі дослідники<sup>59</sup>, значна частина урядових інвестицій, спрямованих на вдосконалення та розширення транспортної та комунікаційної мережі, була здійснена з метою зменшення торгових витрат і сприяння розвитку торгівлі. В результаті виникає т. зв. «інфраструктурний перелив» (англ. «*infrastructure spillovers*»), тобто зростає не лише внутрішня, а й зовнішня торгівля, яка, в свою чергу, є одним із чинників економічної інтеграції.

Існують дослідження, котрі демонструють, що односторонні інвестиції в інфраструктуру сприяють інтенсифікації економічного розвитку та регіональним

<sup>59</sup> Bougheas S., Demetriades P. O., Morgenroth E. L. International aspects of public infrastructure investment. *Canadian Journal of Economics/Revue Canadienne d'économique*. 2003. Vol. 36, No 4. P. 884–910.

інтеграційним процесам<sup>60</sup>. Однак ефект особливо помітний, коли ця ініціатива імплементується на спільній двох- чи багатосторонній основі<sup>61</sup>.

Підсумовуючи, можна зазначити, що всі наведені вище типи та рівні регіональної інтеграції значною мірою впливають на зміну геополітичного світоустрою. Відповідно, валютна регіональна інтеграція також не може розглядатись в певному вакуумі, окремо від інших процесів регіоналізації та регіоналізму, а є швидше їх вузькоспецифічною формою.

---

<sup>60</sup> Calderón C., Servén L. Infrastructure and economic development in Sub-Saharan Africa. *Journal of African Economies*. 2010. Vol. 19, No 1. P. 13–87; Kandilov I. T., Renkow M. Infrastructure investment and rural economic development: An evaluation of USDA's broadband loan program. *Growth Change*. 2010. Vol. 41. No 2. P. 165–191; Kang, Y.-D. Development of Regionalism: New Criteria and Typology. *Journal of Economic Integration*. 2016. P. 234–274.

<sup>61</sup> Cipoletta Tomassian G. Physical infrastructure and regional integration. *CEPAL*. 2009. No 280. URL: <http://repositorio.cepal.org/handle/11362/36290>.



## 1.2. Інтернаціоналізація валюти як основа монетарної географії

Процеси регіоналізації та регіоналізму, інтернаціоналізація та фрагментація світових процесів виробництва, розподілу, обміну та споживання не могли не відобразитись і на валютній системі, яка нині не детермінується лише політичними кордонами. Концепція «Одна держава – одна валюта» перестала бути (та, за великим рахунком, так ніколи і не була) аксіомою глобального фінансового світоустрою. Влучний жарт Нобелівського лауреата Р. Мандела відображає одну з умов максимальної організаційної ефективності світової економіки: «... оптимальна кількість валют має бути такою, як оптимальна кількість богів і вимірюватись непарним числом, бажано меншим, ніж три»<sup>62</sup>. Так, беручи до уваги глобальну дивергенцію цін, доходів і продуктивності праці (а також значний політичний спротив), моновалютний світ сьогодні видається утопією. Швидше можна говорити про явище, яке Б. Коен неформально називає «монетарна географія»<sup>63</sup>, розуміючи при цьому просторову організацію валютних відносин.

Основними взаємопов'язаними процесами, які визначають кордони та фронти валютної мапи світу, можна визнати інтернаціоналізацію валюти, валютні інтеграцію та регіоналізацію (неофіційну доларизацію), валютний регіоналізм (офіційна доларизація, паралельне функціонування валют, валютні союзи), а також процеси валютної дезінтеграції, фрагментації та валютні війни. Враховуючи те, що об'єктом нашого дослідження є регіональна валютна інтеграція, вважаємо за необхідне розпочати розгляд із аспекту інтернаціоналізації валюти, яка є фундаментом чи тригером усіх зазначених процесів.

Процес інтернаціоналізації валюти (англ. «*currency internationalization*») передбачає її використання чи резервування за межами держави-емітента не

---

<sup>62</sup> Дещо адаптована для україномовного читача цитата, взята із: Cohen B. J. The Benefits and Costs of an International Currency: Getting the Calculus Right. *Open Economies Review*. 2012. Vol. 23, No 1. P. 13–31.

<sup>63</sup> Cohen B. J. *The Geography of Money*. Ithaca, NY: Cornell University Press, 2000. 248 p.

лише для обслуговування операцій із резидентами цієї держави, а й також, що є важливішим, у трансакціях між нерезидентами<sup>64</sup>. Отже, міжнародна валюта характеризується вільною конвертацією відносно інших валют та активним застосуванням як валюти контракту (в т. ч. з створенням банківських рахунків та випуском облігацій) за межами держави емісії<sup>65</sup>, а також є важливим інструментом монетарної політики держав-неемітентів.

У широкому значенні виокремлюють такі функції міжнародної валюти (розглянуті крізь призму трьох функцій грошей):

1. Міра вартості, зокрема:

- фактурування (англ. «*invoicing*») міжнародної торгівлі (інакше кажучи, валюта ціни у зовнішньоторговельних контрактах) та деномінація фінансових продуктів;
- прив'язка курсу валют.

2. Засіб обігу, що охоплює:

- опосередкування міжнародних торговельних та фінансових трансакцій;
- здійснення валютних інтервенцій.

3. Засіб нагромадження:

- диверсифікація приватних інвестицій та заощаджень, валютна субституція (в сенсі приватної доларизації);
- формування офіційних валютних резервів<sup>66</sup>.

Оскільки у вітчизняній науковій літературі, зазвичай, виокремлюють п'ять функцій грошей (міра вартості, засіб обігу, засіб платежу, засіб нагромадження, світові гроші), то можна також виділити 4-ту групу функцій міжнародної валюти

---

<sup>64</sup> Kenen P. Currency internationalisation: an overview. BIS Papers chapters. *Bank for International Settlements*, 2011. URL: <http://econpapers.repec.org/bookchap/bisbisbpc/61-04.htm>.

<sup>65</sup> McCauley R.N. Internationalising a Currency: The Case of the Australian Dollar. *SSRN Scholarly Paper*. Rochester, NY: Social Science Research Network, 1 December 2006. URL: <https://papers.ssrn.com/abstract=1632352>.

<sup>66</sup> Lai E. L.-C., Yu X. Invoicing Currency in International Trade: An Empirical Investigation and Some Implications for the Renminbi. *The World Economy*. 2015. Vol. 38, No 1. P. 193–229. DOI: <https://doi.org/10.1111/twec.12211>.

– засіб міжнародного кредиту та запозичення. Остання 5-та функція (світові гроші) фактично детермінує міжнародну валюту.

Зазначені функції традиційно візуалізують у розрізі приватної та державної сфер використання. Табл. 1.6 являє собою канонічний варіант запропонований Б. Коеном ще у 1971 р.<sup>67</sup> із пізнішими доповненнями та модифікаціями<sup>68</sup>.

Таблиця 1.6

**Функції міжнародної валюти**

Функції \ Рівні	Приватний	Державний
<b>Міра вартості</b>	Фактурування торгівлі Деномінація фінансових продуктів	Прив'язка курсу валют
<b>Засіб обігу</b>	Опосередкування міжнародних торговельних та фінансових трансакцій	Валютні інтервенції; Платежі за офіційними кредитами
<b>Засіб нагромадження</b>	Валютна субституція (приватна доларизація) Інвестування та заощадження	Формування резервів

*Джерело:* авторська агрегація: Cohen B.J. The future of sterling as an international currency. Macmillan, 1971. 288 p.; Cohen B. The Benefits and Costs of an International Currency: Getting the Calculus Right. *Open Economies Review*. 2012. Vol. 23, No 1. P. 13–31; Cui Y. The internationalization of the RMB: where does the RMB currently stand in the process of internationalization. *Asian-Pacific Economic Literature*. 2013. Vol. 27, No 2. P. 68–85. DOI: <https://doi.org/10.1111/apel.12045>; Буторина О. В. Международные Валюты: Интеграция и Конкуренция: монография. М.: Деловая литература, 2003.

Однак часто дослідники (як наприклад, П. Кенен<sup>69</sup>) відстоюють вузький підхід, закріплюючи за міжнародною валютою два найважливіші завдання: 1) фактурування і опосередкування міжнародної торгівлі; 2) забезпечення функціонування міжнародного ринку цінних паперів.

<sup>67</sup> Cohen B. J. The Future of Sterling as an International Currency. Macmillan, 1971. 288 p.

<sup>68</sup> Авторство таблиці часто присвоюється також П. Кенену (Kenen P. B. The role of the dollar as an international currency. Group of Thirty, 1983. 44 p.) чи П. Кругману (Krugman P. Vehicle Currencies and the Structure of International Exchange. *Journal of Money, Credit and Banking*. 1980. Vol. 12. No 3. P. 513–526. DOI: <https://doi.org/10.2307/1991725>), проте саме в дослідженні Б. Коена вона була опублікована вперше (про що останній не забуває вказувати чи не в кожній із своїх робіт присвячених інтернаціоналізації валюти)

<sup>69</sup> Kenen P. Currency internationalisation: an overview. BIS Papers chapters. *Bank for International Settlements*, 2011. URL: <http://econpapers.repec.org/bookchap/bisbisbp/61-04.htm>.

Розподіл функцій міжнародної валюти на приватний та державний рівні дає можливість виокремлення дві тенденції розвитку валютних взаємин між державами:

- власне валютна інтернаціоналізація як більш спонтанний процес виходу сфери використання валюти за географічні межі держави-емітента;
- валютний інтернаціоналізм як цілеспрямована діяльність державних та недержавних монетарних суб'єктів влади, спрямована на регламентацію використання валюти в географічних межах певної держави чи групи держав.

За аналогією із регіоналізацією та регіоналізмом (рис. 1.1), поєднання процесів валютної інтернаціоналізації та валютного інтернаціоналізму можна було б називати валютною інтеграцією, що дозволило б додати певної методологічної стрункості численним та часто взаємосуперечливим дослідженням з цієї тематики (рис. 1.10).



**Рис. 1.10. Потенційна онтологія процесів валютної інтернаціоналізації, інтернаціоналізму та інтеграції**

*Джерело:* сформовано автором.

Проте на сьогодні термін «валютний інтернаціоналізм» (англ. «*monetary/currency internationalism*») не став широкоживаним і використовується, зазвичай, для позначення нетривалого історичного періоду до 1916 р., ознаменованого діяльністю Латинського монетарного союзу<sup>70</sup> (більш

<sup>70</sup> Löhr I., Wenzlhuemer R. The Nation State and Beyond: Governing Globalization Processes in the Nineteenth and Early Twentieth Centuries. Berlin: Springer Science & Business Media, 2012. 262 p.

детально питання висвітлено в п. 3.1). Розгляд процесів інтернаціоналізації валюти з точки зору монетарних суб'єктів продовжимо в наступному параграфі.

Загалом теоретичні підходи, які розкривають аспекти класифікації міжнародних валют та їх функцій, виокремлення передумов їх становлення та розвитку, пошуку шляхів використання переваг та усунення загроз, відрізняються своєю багатогранністю і відсутністю уніфікованого підходу.

Найбільш вдала, на нашу думку, спроба систематизації напрацювань у сфері валютної інтернаціоналізації здійснена Е. Хеллайнером та Дж. Кіршнером<sup>71</sup>, які продовжили та розвинули попереднє дослідження Е.-Г. Ліма<sup>72</sup>, виділивши три основних вектори наукових дискусій (рис. 1.11). Згодом А. Бенессі-Кері більш детально розглянула наукові доробки в структурі кожного із векторів<sup>73</sup>.

Перший, ринковоорієнтований підхід є найбільш популярним серед дослідників і розглядає інтернаціоналізацію валют як результат децентралізованої діяльності в приватному секторі під впливом таких детермінант (Е.-Г. Лім називав їх факторами-фасилітаторами (англ. «*facilitating factors*» / «*FFs*»)<sup>74</sup>): впевненості, ліквідності та трансакційних мереж.

Впевненість у валюті найчастіше є похідною тривалого стабільного валютного курсу, макроекономічної та зовнішньоекономічної збалансованості держави-емітента та її політичної ваги (Дж. Тавлас також наголошував на важливості нечастих кризових явищ в економіці емітента<sup>75</sup>, а П.-О. Гураша та Е. Ре<sup>76</sup> – на перевищенні обсягу надходжень від іноземних активів над

<sup>71</sup> Helleiner E., Kirshner J. *The Future of the Dollar*. Cornell University Press, 2012.

<sup>72</sup> Lim M. E.-G. *The Euro's Challenge to the Dollar: Different Views From Economists and Evidence From Cofer (Currency Composition of Foreign Exchange Reserves) and Other Data*. International Monetary Fund, 2006. 41 p.

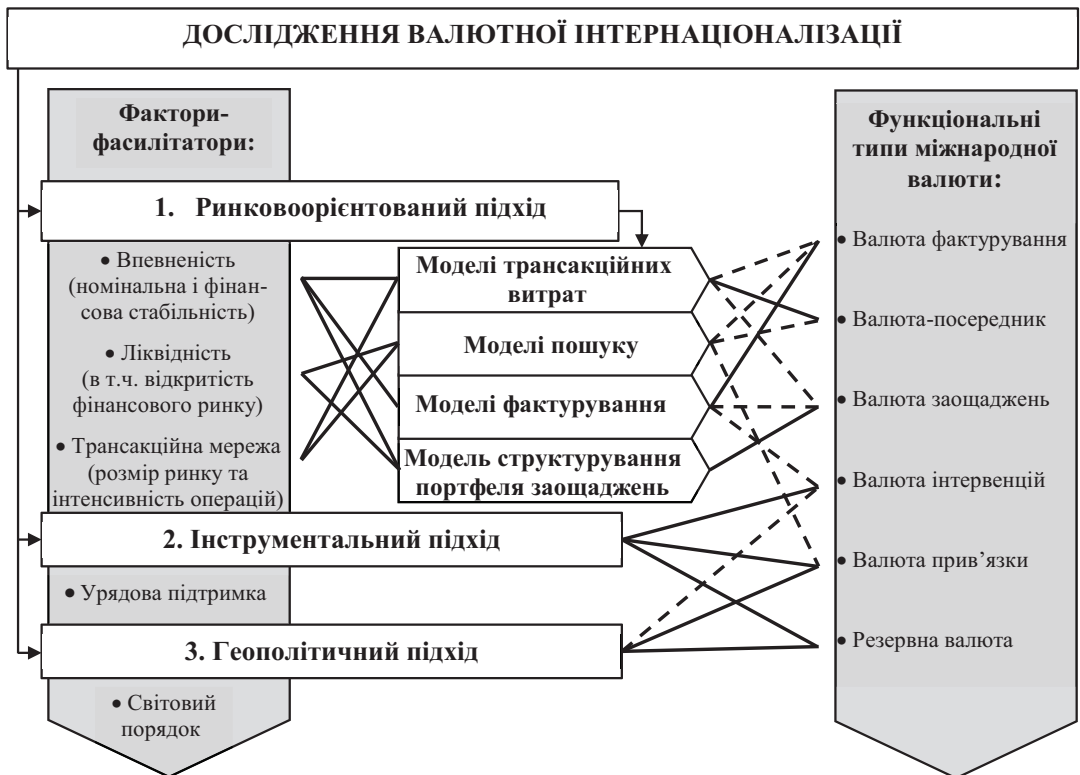
<sup>73</sup> Bénassy-Quéré A. *The euro as an international currency*. *Documents de travail du Centre d'Economie de la Sorbonne*. Université Panthéon-Sorbonne. Centre d'Economie de la Sorbonne. 2015. URL: <https://ideas.repec.org/p/mse/cesdoc/15029.html>.

<sup>74</sup> Lim M. E.-G. *The Euro's Challenge to the Dollar: Different Views From Economists and Evidence From Cofer (Currency Composition of Foreign Exchange Reserves) and Other Data*. International Monetary Fund, 2006. 41 p.

<sup>75</sup> Tavlas G. S. *The International Use of the US Dollar: An Optimum Currency Area Perspective*. *World Economy*. 1997. Vol. 20, No 6. P. 709–747. DOI: <https://doi.org/10.1111/1467-9701.00098>.

<sup>76</sup> фр. *Pierre-Olivier Gourinchas, Hélène Rey*.

платежами за зовнішніми зобов'язаннями<sup>77</sup>). Міжнародна валюта із такими властивостями стає привабливою, насамперед як засіб нагромадження.



**Рис. 1.11. Систематизація досліджень валютної інтернаціоналізації крізь призму детермінуючих факторів та функцій**

*Джерело:* авторські переосмислення та візуалізація за: Lim E.-G. The Euro's Challenge to the Dollar: Different Views from Economists and Evidence from Cofer (Currency Composition of Foreign Exchange Reserves) and Other Data. International Monetary Fund, 2006; Helleiner E., Kirshner J. The Future of the Dollar. Cornell University Press, 2012; Bénassy-Quéré A. The euro as an international currency. Documents de travail du Centre d'Economie de la Sorbonne. Université Panthéon-Sorbonne. Centre d'Economie de la Sorbonne. 2015. URL: <https://ideas.repec.org/p/mse/cesdoc/15029.html>.

Ліквідність валюти взаємопов'язана із відкритістю фінансового ринку держави-емітента<sup>78</sup>. Дослідники підкреслюють значення швидкої взаємної

<sup>77</sup> Gourinchas P.-O., Rey H. From World Banker to World Venture Capitalist: US External Adjustment and the Exorbitant Privilege. Working Paper. *National Bureau of Economic Research*, August 2005. DOI: <https://doi.org/10.3386/w11563>.

<sup>78</sup> Е. Хеллайнер та Дж. Кіршнер стверджують, що німецька марка та японська єна так і не змогли стати конкурентами долара США в 1970-1980-х рр., не в останню чергу, через відсутність суттєвих і своєчасних трансформацій власних фінансових систем. Аналогічно, песимістичні прогнози щодо міжнародної ролі юаня пов'язуються із недорозвиненістю та надмірною регулятивною природою китайського фондового ринку. Helleiner E., Kirshner J. *The Future of the Dollar*. Cornell University Press, 2012.

конвертації валюти та деномінованих у ній державних і основних (AAA та вище) корпоративних цінних паперів<sup>79, 80</sup>. В умовах кризи державні цінні папери часто стають тими «безпечними гаванями», куди перетікає капітал для захисту від системних ризиків (одночасно відіграючи превентивну роль відносно процесів інфляції та знецінення валюти в державі-емітенті). Урядовий сектор порівняно із корпоративним володіє незрівняно вищою здатністю гарантувати виконання взятих на себе зобов'язань, враховуючи фактор так званих «глибоких кишень» (англ. «*deep pockets*»): фіскального та інституційного забезпечення, відсутності асиметричної інформації, меншої залежності від фази економічного циклу і т. ін. Ліквідність міжнародної валюти критично важлива для виконання функцій міри вартості, засобів обігу та нагромадження.

Поширеність та інтенсивність трансакцій держави-емітента в глобальному просторі є третім важливим фактором у рамках ринковоорієнтованого підходу. Ч. Кіндлебергер був одним з перших, хто ще в 1967 р стверджував, що чим ширшою є мережа ділових операцій держави, тим більшою буде ймовірність використання її валюти нерезидентами<sup>81</sup>. Емпіричне підтвердження цього твердження (щодо резервних валют) наводять М. Чінн та Дж. Франкель<sup>82</sup>; деякі дослідження пояснюють домінування долара як результат розміру економіки США<sup>83</sup> чи протяжності мереж їх ТНК<sup>84</sup>. П. Кругман аналогією до своєї фундаментальної «нової економічної географії», вказував також на існування феномена «циклічної каузації»<sup>85</sup> (англ. «*circular causation*») на світовому

<sup>79</sup> Farhi E., Gourinchas P.-O., Rey H. Reforming the International Monetary System. CEPR, 2011. 76 p.

<sup>80</sup> McCauley R.N., McGuire P.M. Dollar appreciation in 2008 : safe haven, carry trades, dollar shortage and overhedging. *BIS Quarterly Review : International Banking and Financial Market Developments*, Basel: BIS, 2009, p. 85-93. URL: [www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt0912i.pdf](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0912i.pdf).

<sup>81</sup> Kindleberger C. P. The Politics of International Money and World Language. Princeton: International Finance Section, Department of Economics, Princeton University, 1967. 26 p.

<sup>82</sup> Chinn M., Frankel J. Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency? Working Paper. *National Bureau of Economic Research 2005*: August, 2005. DOI: <https://doi.org/10.3386/w11510>.

<sup>83</sup> Bergsten C. F. The United States and the World Economy: Foreign Economic Policy for the Next Decade. New York: Columbia University Press, 2005. 475 p.

<sup>84</sup> Frank E. The Surprising Resilience of the U.S. Dollar. *Review of Radical Political Economics*. 2003. Vol. 35, No 3. P. 248–254. DOI: <https://doi.org/10.1177/0486613403255535>.

<sup>85</sup> За іншим адаптованим варіантом в українській мові як «кругова причинність»

валютному ринку, згідно з яким валюта-лідер із часом тільки посилює власні позиції<sup>86</sup>. Крім того, існує тенденція, що валюта втримуватиме свою міжнародну позицію, незважаючи навіть на суттєві статусні втрати держави-емітента. Такою «інерцією утримання» (англ. «*inertia of incumbency*») пояснюють значну історичну тривалість світового визнання фунта стерлінгів<sup>87</sup> чи навіть долара США на сучасному етапі<sup>88</sup>.

Загалом за ринковоорієнтованим підходом дослідження інтернаціоналізації валюти можна виокремити декілька вужчих напрямків, основними акцентами яких є: значення трансакційних витрат (аспект валют-посередників); модель пошуку; фактурування торгівлі та опції портфеля інвестиції-заощадження.

Здійснення менших трансакційних витрат веде до широкої практики відмови від національної валюти на користь іноземної при міжнародних розрахунках. Так, за інформацією SWIFT<sup>89</sup>, у 2014 р. найбільша частка (28,4%) фінансових потоків з Європи (без Великої Британії) в Азію та Океанію здійснювалось у доларах США (рис. 1.12).

Вперше вагоме значення трансакційних витрат у процесі інтернаціоналізації валюти окреслено в 1969 р. у праці А. Свободи<sup>90</sup>, який вказував, що суб'єкти змушені зберігати великий обсяг іноземної валюти для уникнення постійних втрат від конвертації (причому її обсяг може бути значно зменшений, якщо лише одна валюта використовуватиметься для всіх трансакцій із закордонними партнерами).

<sup>86</sup> Krugman P. The International Role of the Dollar: Theory and Prospect. NBER Chapters. *National Bureau of Economic Research*, Inc, 1984. URL: <http://econpapers.repec.org/bookchap/nbrnberch/6838.htm>.

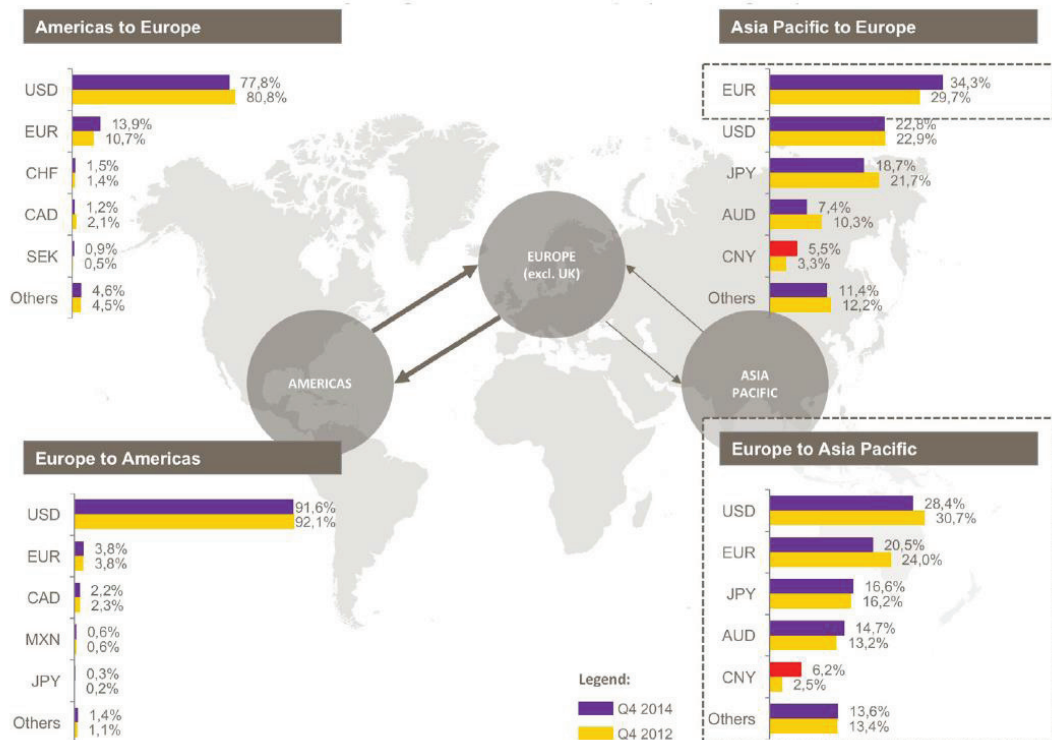
<sup>87</sup> Krugman P. The International Role of the Dollar: Theory and Prospect. NBER Chapters. *National Bureau of Economic Research*, Inc, 1984. URL: <http://econpapers.repec.org/bookchap/nbrnberch/6838.htm>; Bergsten C. F. The United States and the World Economy: Foreign Economic Policy for the Next Decade. New York: Columbia University Press, 2005. 475 p.

<sup>88</sup> Bergsten C. F. The United States and the World Economy: Foreign Economic Policy for the Next Decade. New York: Columbia University Press, 2005. 475 p.; Eichengreen B. Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods. The MIT Press, 2006. URL: <https://ideas.repec.org/b/mtp/titles/0262050846.html>; McKinnon R. I. Exchange Rates under the East Asian Dollar Standard: Living with Conflicted Virtue. The MIT Press, 2006. 288 p.

<sup>89</sup> Worldwide Currency Usage and Trends. *SWIFT*. URL: <https://www.swift.com/node/19186> (last accessed: 03.07.2017).

<sup>90</sup> Swoboda A. Vehicle currencies and the foreign exchange market: the case of the dollar. *The International market for foreign exchange* / Ed. R.Z. Aliber. University of Chicago, Graduate School of Business. New York: Praeger, 1969.





**Рис. 1.12. Частка валют у фінансових потоках за участю європейських держав (без Великої Британії)**

Джерело: SWIFT. Worldwide Currency Usage and Trends. URL: <https://www.swift.com/node/19186> (last accessed: 03.07.2017).

П. Кругман стверджував, що поєднання ефектів трансакційних витрат і структури міжнародних платежів привело до появи так званих «валют-посередників»<sup>91</sup> (англ. «*vehicle currency*»), тобто валют третіх держав, через які завдяки ефекту масштабу вигідніше обслуговувати операції між двома іншими державами<sup>92</sup>. Із часом валюти, котрі меншою мірою залучаються до міжнародних операцій, поступово починають втрачати ліквідність і стають ще менш економічно вигідними для опосередкування товарних та фінансових

<sup>91</sup> Через лінгвістичні особливості доволі складно перекласти цей термін українською чи російською мовами. Наприклад, О. Буторіна використовує епітет «ведущая» (тобто в українському варіанті «провідна»), хоча зауважує, що це може викликати асоціацію із значенням «основна», чого не закладено в оригіналі (Буторіна О. В. Международные Валюты: Интеграция и Конкуренция: монография. Москва: Деловая литература, 2003. 368 с.) Альтернативні варіанти перекладу: «валюта-провідник», «валюта-провайдер».

<sup>92</sup> Krugman P. Vehicle Currencies and the Structure of International Exchange. *Journal of Money, Credit and Banking*. 1980. Vol. 12. No 3. P. 513–526. DOI: <https://doi.org/10.2307/1991725>.

потоків між державами (тобто наявний ефект «циклічної каузації», який розглядався вище). Причому порушити встановлений паритет доволі важко (ефект «інерції утримання»), хоча, у разі трансформації, зміни можуть проходити вельми швидко. А. Бенессі-Кері влучно називає такий стан «гістерезисом»<sup>93</sup> міжнародного статусу валют»<sup>94</sup>. Як бачимо, у наведеному підході П. Кругмана трансакційні витрати є ендогенними до обсягу операцій із валютою. Ця модель отримала продовження у дослідженні Е. Ре<sup>95</sup>, яка розглядала трансакційні витрати як ендогенну похідну від обсягу міжнародного товарного обороту, використовуючи термін «екстерналії насиченого ринку» (англ. «*thick market externalities*»). Ф. Хартманн, навпаки, більшою мірою акцентував увагу на важливості трансакційних витрат на міжнародному валютному ринку, вказуючи, що обсяг операцій впливає на розмір спреда при купівлі / продажу валют<sup>96</sup>. Отже, в даному руслі розрізняють два види валют-посередників: які обслуговують торгівлю (англ. «*trade vehicle*») та валюто-обмінний оборот (англ. «*foreign exchange vehicle*») <sup>97</sup>.

Здебільшого зменшення трансакційних витрат впливає на виконання міжнародною валютою функції засобу обігу. Однак деякі дослідники<sup>98</sup> вказують також на синергію із функцією засобу нагромадження – розвиток масштабного та ліквідного фінансового ринку привів до зменшення трансакційних витрат (скорочення спреда купівлі / продажу валют) та зростання популярності

---

<sup>93</sup> Гістерезис (грец. «*ώστέρησις*» – «той, що відстає», «пізніший») – термін із фізики, що використовується для пояснення випадку, коли стан тіла/системи визначається не лише незалежними від системи зовнішніми умовами, а також її попереднім станом. Гістерезис. *Вікіпедія*, 2016. <https://uk.wikipedia.org/w/index.php?title=%D0%93%D1%96%D1%81%D1%82%D0%B5%D1%80%D0%B5%D0%B7%D0%B8%D1%81&oldid=18524489> (дата звернення: 28.07.2017).

<sup>94</sup> Bénassy-Quéré A. The euro as an international currency. *Documents de travail du Centre d'Economie de la Sorbonne*. Université Panthéon-Sorbonne. Centre d'Economie de la Sorbonne. 2015. URL: <https://ideas.repec.org/p/mse/cesdoc/15029.html>.

<sup>95</sup> Rey H. International Trade and Currency Exchange. *The Review of Economic Studies*. 2001. Vol. 68, No 2. P. 443–464.

<sup>96</sup> Hartmann P. Do Reuters spreads reflect currencies' differences in global trading activity? *Journal of International Money and Finance*. 1998. Vol. 17, No 5. P. 757–784. DOI: [https://doi.org/10.1016/S0261-5606\(98\)00024-2](https://doi.org/10.1016/S0261-5606(98)00024-2).

<sup>97</sup> Бугорина О. В. Международные Валюты: Интеграция и Конкуренция: монография. Москва: Деловая литература, 2003. 368 с.

<sup>98</sup> Portes R., Rey H. The Emergence of the Euro as an International Currency. Working Paper. *National Bureau of Economic Research*, February 1998. DOI: <https://doi.org/10.3386/w6424>.

міжнародних валют, насамперед у сфері міждилерських контрактів, як інструменту ланцюгових хеджінгових операцій.

Іншим важливим моментом цього підходу, як зазначили М. Деверо та Ш. Ші<sup>99</sup>, є те, що інфляція в державі-емітенті валюти-посередника може принести додаткові вигоди її резидентам, але при цьому погіршити її «імідж» у міжнародному масштабі та спровокувати пошук світовою спільнотою нових валют-посередників, не обтяжених інфляцією.

Варто зауважити, що зменшення трансакційних витрат від використання валюти-посередника найрельєфніше виявляється у випадку великої кількості держав і валют. При зменшенні ж кількості валют (у т. ч. при формуванні валютних союзів) така економія значною мірою нівелюється<sup>100</sup>. Для математичної візуалізації такої залежності використовується принцип «торгових точок» (англ. *«trading posts»*) – уявних інститутів чи ринків, до яких мають звертатись експортери та/чи імпортери для обміну валют у процесі реалізації міжнародних торговельних відносин. Оскільки створення таких інститутів потребує значного фінансування, припускається, що лише одна торгова точка буде сформована для кожної окремої валютної пари<sup>101</sup>.

Відповідно рівняння симетричної торгівлі (англ. *«Symmetric Trading Equilibrium»*, *STE*) для визначення кількості торгових точок без використання валюти-посередника матиме такий вигляд:

$$STE = \frac{N(N-1)}{2}, \quad (1.1)$$

де  $N$  – кількість країн, залучених до міжнародної торгівлі, причому  $N \geq 3$ .

Рівняння за участю валюти-посередника (англ. *«Vehicle Currency Equilibrium»*, *VCE*) трансформується до:

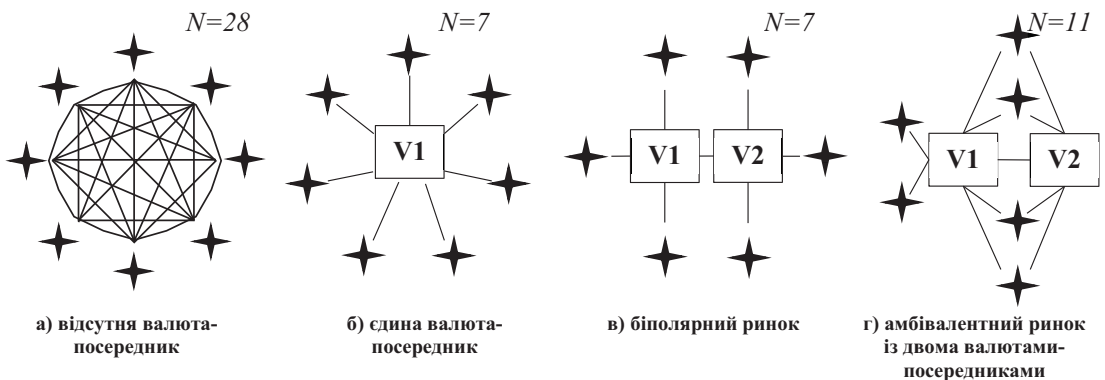
<sup>99</sup> Devereux M., Shi S. Vehicle Currency. *International Economic Review*. 2013. Vol. 54, No 1. P. 97–133.

<sup>100</sup> Devereux M., Shi S. Vehicle Currency. *International Economic Review*. 2013. Vol. 54, No 1. P. 97–133; Bénassy-Quéré A. The euro as an international currency. *Documents de travail du Centre d'Economie de la Sorbonne*. Université Panthéon-Sorbonne. Centre d'Economie de la Sorbonne. 2015. URL: <https://ideas.repec.org/p/mse/cesdoc/15029.html>.

<sup>101</sup> Howitt P. Beyond Search: Fiat Money in Organized Exchange. *International Economic Review*. 2005. Vol. 46, No 2. P. 405–429; Starr R.M. Why is there money? Endogenous derivation of 'money' as the most liquid asset: a class of examples. *Economic Theory*. 2003. Vol. 21, No 2–3. P. 455–474. DOI: <https://doi.org/10.1007/s00199-002-0326-3>; Shapley L., Shubik M. Trade Using One Commodity as a Means of Payment. *Journal of Political Economy*. 1977. Vol. 85, No 5. P. 937–968.

$$VCE = N - 1 \quad (1.2)$$

Так, у випадку сотні країн з окремою валютою, задіяних у міжнародній торгівлі, кількість необхідних торгових точок зменшується із 4 951 до 99, що свідчить про значну економію на трансакційних витратах. Для більшої наглядності розглянемо ілюстрацію зменшення кількості торгових точок за умов використання валют-посередників у ситуації з вісьмома валютами (рис. 1.13). Окрім розглянутих випадків симетричної торгівлі без валют-посередників (а) та з одним посередником (б), більш реальною є практика бі- чи триполярних валютних ринків, які виникають через різну волатильність ключових валют у різні періоди часу, відмінні показники інфляції, тенденцію до диверсифікації інвестиційного портфеля тощо. Можливі варіанти організації ринку із двома валютами-посередниками містять суто теоретичний біполярний варіант (в) чи ближчий до реальності амбівалентний ринок (г), за якого існують ліквідні ринки валют третіх країн з обома валютами-посередниками.



**Рис. 1.13. Чисельність «торгових точок» залежно від кількості та системи валют-посередників**

*Джерело:* сформовано автором.

Руйнування Бреттон-Вудської системи та відхід долара США від золотого стандарту в 1971 р. привели до створення глобальної валютної системи без "нейтрального стандарту" (такого як золото), а на основі національної валюти (тобто долара США). Відтоді світ зіткнувся з «асиметрією», оскільки розділив

держави на дві категорії: держава, що випускає власну валюту, яка одночасно є міжнародною (США), та держави, які тільки випускають свою валюту, але використовують долар США на міжнародних фінансових ринках.

Сутність «валютної асиметрії» найяскравіше відображається в такому факті: коли курс долара девальвує, іноземні активи США зростають у ціні, однак при цьому внутрішні активи США не знецінюються, тоді як для всіх інших держав, котрі використовують долар США як валюту деномінації, девальвація національної валюти призводить до знецінення внутрішніх активів. А отже, хоча всі інші країни можуть втратити через девальвацію долара, США все рівно залишаються в плюсі <sup>102</sup>.

Доволі поширеною є думка, що за нинішньої світової валютної системи, яка побудована на стандарті долара США, фінансова стабільність залежить від "хорошої поведінки" Сполучених Штатів Америки або раціональної монетарної політики ФРС. Однак основною є проблема не в політиці США, а в самій глобальній валютній системі, яка змушує США дотримуватись певних правил поведінки.

Другим вужчим напрямком у рамках ринковоорієнтованого підходу до інтернаціоналізації валют є так звані моделі пошуку (англ. «*search models*»), які акцентують увагу на мережевих екстерналіях. Базова модель випадкового узгодження (англ. «*random matching model*») запропонована в 1993 р. К. Мацуямою, Н. Кійотакі та А. Мацуї <sup>103</sup>, які розглядали спрощену ситуацію із двома країнами. Протягом кожного окремого періоду резидент певної країни (назвемо її батьківщиною) може з імовірністю  $n$  зустріти іншого резидента батьківщини та з імовірністю  $\beta(1-n)$  зустріти резидента іншої країни, де  $n \in [0, 1]$  – кількість населення батьківщини, а  $\beta \in [0, 1]$  – рівень економічної інтеграції між двома країнами (тобто  $(1-\beta)(1-n)$  – ймовірність не зустріти

<sup>102</sup> Gang F. Currency Asymmetry, Global Imbalance, and Rethinking Again of International Currency System. Rochester, NY: Social Science Research Network, 2006. С. 12. URL: <https://papers.ssrn.com/abstract=1048201>.

<sup>103</sup> Matsuyama K., Kiyotaki N., Matsui A. Toward a Theory of International Currency. *The Review of Economic Studies*. 1993. Vol. 60, No 2. P. 283–307. DOI: <https://doi.org/10.2307/2298058>.

жодного контрагента). Існує принаймні три типи товарів, які випускаються стількома ж спеціалізованими агентами. Кожен агент типу  $i$  може випустити одиницю товару  $i+1$  після споживання одиниці власного товару  $i$ . Далі товар  $i+1$  має бути відразу проданим агенту  $i+1$  в обмін на одиницю внутрішньої або зарубіжної валюти, яка, в свою чергу, буде використана для купівлі одиниці товару  $i$ .<sup>104</sup> Відповідно в будь-який момент часу агент типу  $i$  може володіти одиницею власного виробітку товару  $i+1$  (єдиний товар, який він може зберігати), одиницею вітчизняної чи іноземної валюти. Агент типу  $i$  отримує корисність від споживання товару  $i$ . Для максимізації очікуваної дисконтованої корисності він має зустріти відповідного контрагента у підходящий час. В такому разі валюта більшої держави буде використовуватись як міжнародна валюта, проте якщо рівень інтеграції  $\beta$  не надто істотний, то інша валюта продовжуватиме циркулювати між обома країнами. Отже, модель дає змогу розглянути не лише аспекти інтернаціоналізації валюти, а й феномен валютної субституції, коли міжнародна валюта витісняє вітчизняну.

Як і в моделі трансакційних витрат, центральний банк може опинитись перед необхідністю підтримувати статус валюти-посередника і, знову ж таки, щоб не втратити міжнародний рейтинг власної валюти, регулюючий орган змушений буде вводити жорсткі антиінфляційні заходи (схожа ситуація досліджується в праці Ї. Лі та А Мацуї<sup>105</sup>, які розглядали можливість конфіскації грошей для фінансування державних товарів). Інший випадок наявності в моделях пошуку політичних факторів наводять Дж. Пітталуга та Е. Сегезза<sup>106</sup>, які вказували, що ймовірність індивідів прийняти іноземну валюту значно залежить від політичного впливу її емітента. Відповідно політичний вплив стає

---

<sup>104</sup> Агент  $i+1$  споживатиме товар  $i+1$ , а потім вироблятиме товар  $i+2$ . Той факт, що існує принаймні три товари, вилучає можливість «подвійного збігу бажань»: у випадку трьох типів агентів товар  $i+3$  – це той самий товар  $i$ , який не може виготовлятися агентом  $i+1$ . Отже, не існує бар'єру між агентами типу  $i$  та  $i+1$ .

<sup>105</sup> Li Y., Matsui A. A Theory of International Currency and Seigniorage Competition. September 2005. URL: <http://repository.dl.itc.u-tokyo.ac.jp/dspace/handle/2261/2638>.

<sup>106</sup> Pittaluga G., Seghezza E. Euro vs Dollar: An Improbable Threat. *Open Economies Review*. 2012. Vol. 23. No 1. P. 89–108.

драйвером валютної інтернаціоналізації, яка стає своєрідним замінником економічної інтеграції.

Третій вектор досліджень у рамках ринковоорієнтованого підходу розглядає валютне фактурування (англ. «*currency invoicing*»), наголошуючи на важливості ринкової структури та макроекономічної волатильності. Як зазначали Ф. Бачетта та Е. ван Вінкуп, експортер встановлюватиме ціни у валюті іноземного споживача<sup>107</sup> у випадку високої цінової еластичності закордонного попиту та зростаючих граничних витрат<sup>108</sup>. Відмова від такого кроку призведе до зростання волатильності виробництва та вищих середніх граничних витрат. Однак у разі контролю значної частки ринку чи диференціації продуктів фірми віддадуть перевагу вітчизняній валюті ціни<sup>109</sup>.

Стандартна модель часткової рівноваги<sup>110</sup>, яка розглядається в науковій літературі щодо вибору валюти фактурування, має такий вигляд:

$$\begin{cases} \Pi^I = ep^I D(p^I) - C(D(p^I)) \\ \Pi^E = p^E D(p^E/e) - C(D(p^E/e)) \end{cases}, \quad (1.3)$$

де  $\Pi$  – прибуток;

$e$  – курс валют;

$p$  – ціна товару;

$D(p)$  – функція попиту на товар;

$C(q)$  – функція витрат на виробництво товару;

$I$  – індекс для ціни у валюті імпортера;

$E$  – індекс для ціни у валюті експортера.

Іншою перевагою вибору іноземної валюти для ціноутворення є те, що експортер частково зрівнюється в умовах ведення ділової активності з іноземними конкурентами (т. зв. стратегічні екстерналії). Згідно з деякими

<sup>107</sup> Так звана модель LCS (англ. «*local currency settlement*» – «урегулювання локальною валютою»).

<sup>108</sup> Vacchetta P., van Wincoop E. A Theory of the Currency Denomination of International Trade *Journal of International Economics*. 2005. Vol. 67, No 2. P. 295–319.

<sup>109</sup> Так звана модель PCS (англ. «*producer currency settlement*» – «урегулювання валютою виробника»).

<sup>110</sup> Модель часткової рівноваги припускає наявність невизначеності щодо курсу валют, проте невизначеність відсутня відносно попиту та витрат виробництва.

спостереженнями<sup>111</sup>, фірми, які рідше оновлюють прейскурант, мають тенденцію до вказування цін у вітчизняній валюті. Отже, міжнародна валюта більш ймовірно буде використовуватись у секторах, яким властивий частіший перегляд цін. М. Деверо, Ч. Енгель та П. Сторгаард дослідили, що експортери встановлюють ціни у валюті держави, котра зазнала меншої кількості монетарних шоків<sup>112</sup>. Л. Голдберг та Ц. Тіллі у праці, опублікованій у 2008 р., припустили, що торговельне фактурування можна пояснити стратегіями хеджування<sup>113</sup>; хоча ті ж автори у дослідженні за 2013 р. стверджують, що ключовим моментом є результати перемовин між експортером та імпортером<sup>114</sup>.

Приклад емпіричної перевірки зазначених тверджень знаходимо в аналізі Р. Фрайберга та Ф. Віландера<sup>115</sup>, який продемонстрував, що шведські експортери зменшують ризик цінових відхилень на різних ринках шляхом використання обмеженої кількості валют для фактурування контрактів (причому обираються валюти держав із більшим ринком). Результати перемовин із споживачами значною мірою визначають валюту ціни; інші фактори, такі як вибір валюти конкурентами чи очікувані зміни валютного курсу, не стали вирішальними. Дослідники також виявили, що диференційовані товари більш ймовірно будуть фактуруватись у національній валюті (шведській кроні). Отже, результати аналізу загалом відповідають теоретичним постулатам, окрім нівелювання екстерналій серед конкурентів та ролі інструменту хеджування.

---

<sup>111</sup> Gopinath G., Itskhoki O., Rigobon R. Currency Choice and Exchange Rate Pass-through. NBER Working Paper. *National Bureau of Economic Research*, Inc, 2007. URL: <https://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/13432.html>.

<sup>112</sup> Devereux M., Engel C. Fixed vs. Floating Exchange Rates: How Price Setting Affects the Optimal Choice of Exchange-Rate Regime. Working Paper. *National Bureau of Economic Research*, March 2003. DOI: <https://doi.org/10.3386/w9543>.

<sup>113</sup> Goldberg L., Tille C. Vehicle currency use in international trade. *Journal of International Economics*. 2008. Vol. 76, No 2. P. 177–192.

<sup>114</sup> Goldberg L., Tille C. A bargaining theory of trade invoicing and pricing. Working Paper. Kiel Institute for the World Economy (IfW), 2013. URL: <https://ideas.repec.org/p/zbw/ifwkwp/1839.html>.

<sup>115</sup> Friberg R., Wilander F. The currency denomination of exports -- A questionnaire study. *Journal of International Economics*. 2008. Vol. 75, No 1. P. 54–69.



Загалом моделі валюти фактурування та валюти-посередника взаємопов'язані між собою, а їх принципи часто стають сумісними основами теоретичних моделей валютної інтернаціоналізації<sup>116</sup>.

Також в загальному ринковоорієнтованому підході можна виокремити розгляд інтернаціоналізації валюти з позицій структурування портфелю заощаджень (тобто виконання міжнародною валютою функції засобу нагромадження для приватного сектору). Згідно зі стандартною моделлю оптимального портфеля розміщення заощаджень за критерієм «ризик-дохідність» швидше приводить до диверсифікації валют активів, аніж до їх поляризації<sup>117</sup>. Проте, як уже зазначалось раніше, держави-емітенти домінуючих валют відрізняються можливістю емісії ліквідних активів. А отже, мотивом заощаджень у цінні папери, деноміновані в міжнародній валюті, є не лише відповідність параметру «ризик-дохідність», а й бажання убезпечити себе від шоків ліквідності, чого важко досягти з допомогою локальних активів. Така особливість генерує значний попит на активи, деноміновані в інтернаціоналізованій валюті, особливо серед країн, що розвиваються<sup>118</sup>. Відповідно ліквідність є такою ж важливою характеристикою, як стабільність та впевненість у валюті в процесі підтримки міжнародного статусу останньої для виконання нею функції засобу нагромадження.

Розглядаючи ринок цінних паперів, зазначимо, що часто фінансові інструменти деномінують не у валюті емітента, а у валюті потенційного покупця чи у валюті третьої держави. Однак цінні папери можуть перебувати в обігу за межами держави-емітента в усіх трьох зазначених випадках.

---

<sup>116</sup> Devereux M., Shi S. Vehicle Currency. *International Economic Review*. 2013. Vol. 54, No 1. P. 97–133.; Goldberg L., Tille C. Vehicle currency use in international trade. *Journal of International Economics*. 2008. Vol. 76, No 2. P. 177–192.

<sup>117</sup> Ben-Bassat A. The optimal composition of foreign exchange reserves. *Journal of International Economics*. 1980. Vol. 10, № 2. P. 285–295; Papaioannou E., Portes R., Siourounis G. Optimal Currency Shares in International Reserves: The Impact of the Euro and the Prospects for the Dollar. Working Paper. *National Bureau of Economic Research*, June 2006. DOI: <https://doi.org/10.3386/w12333>.

<sup>118</sup> Caballero R., Farhi E., Gourinchas P.-O. An Equilibrium Model of «Global Imbalances» and Low Interest Rates. *CEPR Discussion Paper*. 2006. URL: <http://econpapers.repec.org/paper/cprceprdp/5573.htm>.

Інтернаціоналізацію валюти на ринках цінних паперів<sup>119</sup> можна представити за такими типами «міжнародних» боргових зобов'язань<sup>120</sup>:

1. Емітовані резидентами для резидентів у національній валюті, проте торгівля якими з часом вийшла за межі національних кордонів;
2. Євробонди (англ. «*Eurobonds*»):
  - емітовані резидентами для нерезидентів в іноземній валюті (чи у валюті позичальника, чи у валюті третьої держави) та з оборотом на іноземних ринках;
  - емітовані нерезидентами для нерезидентів в іноземній валюті з оборотом на іноземних ринках;
3. Іноземні цінні папери<sup>121</sup> (англ. «*foreign bonds*») – емітовані нерезидентами на внутрішньому ринку резидента у валюті резидента з оборотом на внутрішньому ринку (проте переважно орієнтовані також на іноземних покупців)<sup>122</sup>.

Відповідно до емітента також можна виокремити державні облігації (англ. «*government bonds*», або «*sovereign bonds*»), які випускаються урядами держав переважно (але не обов'язково) в національній валюті. Сектор державних облігацій є, зазвичай, найбільшим на ринку облігацій держави, що вказує на значну роль уряду в процесі інтернаціоналізації валюти і логічно підводить до розгляду другого напрямку досліджень – інструментального.

Інструментальний підхід до інтернаціоналізації валюти, на відміну від ринковоорієнтованого, акцентує увагу на ролі урядових структур. Наприклад,

<sup>119</sup> У контексті інтернаціоналізації валют переважно розглядають лише облігації.

<sup>120</sup> Kenen P. Currency internationalisation: an overview. BIS Papers chapters. *Bank for International Settlements*, 2011. URL: <http://econpapers.repec.org/bookchap/bisbisbpc/61-04.htm>; McCauley R.N. Internationalising a Currency: The Case of the Australian Dollar. *SSRN Scholarly Paper*. Rochester, NY: Social Science Research Network, 1 December 2006. URL: <https://papers.ssrn.com/abstract=1632352>; International Bonds. *Investopedia*, 17 April 2008. URL: <http://www.investopedia.com/exam-guide/cfa-level-1/fixed-income-investments/international-bonds.asp>// Investopedia. 2008 (Last accessed: 10.01.2018).

<sup>121</sup> Часто їм присвоюють колоритні неофіційні назви, як наприклад: «янки-бонди» (випущені в США), «бульдоги» (Велика Британія), «шоколадки» (Швейцарія), «самураї» (Японія), «панди» (Китай), «кенгуру» (Австралія) тощо.

<sup>122</sup> Окремо можна виокремити наднаціональні іноземні цінні папери, випущені групою країн, наприклад, облігації МБРД чи Міжнародного американського банку розвитку.

створення центрального банку в США на початку ХХ ст. часто розглядається як важливий фактор досягнення доларом статусу ключової глобальної валюти після Першої світової війни<sup>123</sup>. Із допомогою інструментального підходу можна також пояснити значну тривалість домінування долара США, незважаючи на розпад Бреттон-Вудської системи. Колапс останньої дав стимул розвитку експортоорієнтованої стратегії Японії (а пізніше Китаю та інших держав Південно-Східної Азії), яка ґрунтувалась на недооцінці національної валюти через тривалу акумуляцію доларових резервів<sup>124</sup>. Крім того, долар США використовувався як валюта-якір протягом дезінфляційних<sup>125</sup> періодів<sup>126</sup> і як субститут регіональної монетарної співпраці<sup>127</sup>.

Однак, застосовуючи інструментальний підхід, дослідники не абстрагувались від загальних економічних індикаторів. Особливо при цьому підкреслювалось на ролі розвинутого фінансового ринку та стабільності під час кризових явищ: недопущення знецінення валюти (а краще, щоб курс зростав для стимулювання хеджінгових операцій), уникнення криз-близнюків<sup>128</sup> (англ. «*twin crisis*») та ін.<sup>129</sup>

Геополітичний підхід передбачає фокусування на функції інтернаціоналізованої валюти як засобу нагромадження (тобто бажанні іноземних резидентів, а особливо іноземних центральних банків, зберігати цю валюту).

<sup>123</sup> Broz J.L. The International Origins of the Federal Reserve System. Ithaca, N.Y.: Cornell University Press, 2009. 1 edition. 286 p.

<sup>124</sup> Dooley M. P., Folkerts-Landau D., Garber P. An Essay on the Revived Bretton Woods System. Working Paper. *National Bureau of Economic Research*, September 2003. DOI: <https://doi.org/10.3386/w9971>.

<sup>125</sup> Дезінфляція – стримувальна макроекономічна політика, яка ґрунтується на зниженні сукупного попиту та національного виробництва для зростання рівня безробіття, що згідно з кривою Філіпса має знизити рівень інфляції в короткостроковому періоді. Проводилась урядами багатьох країн у 1980-х рр.

<sup>126</sup> McKinnon R. I. The World Dollar Standard and Globalization: New Rules for the Game? *Stanford Center for International Development*, 2003. URL: <http://scid.stanford.edu/publications/world-dollar-standard-and-globalization-new-rules-game>.

<sup>127</sup> Bénassy-Quéré A. Optimal Pegs for East Asian Currencies. *Journal of the Japanese and International Economies*. 1999. Vol. 13, No 1. P. 44–60. DOI: <https://doi.org/10.1006/jjie.1998.0410>.

<sup>128</sup> Одночасний перебіг боргової та банківської (чи валютної та банківської) криз.

<sup>129</sup> Maggiori M. Financial Intermediation, International Risk Sharing, and Reserve Currencies. *Society for Economic Dynamics*, 2012. URL: <https://ideas.repec.org/p/red/sed012/146.html>.; Goldberg L., Krogstrup S., Lipsky J., Rey H. Why is financial stability essential for key currencies in the international monetary system? *VoxEU.Org* (blog), 26 July 2014. URL: <http://voxeu.org/article/new-thinking-reserve-currency-status>.

У рамках геополітичного підходу можна виокремити також дослідження Дж. Кіршнера, в якому розроблена концепція «заманювання в пастку» (англ. «*entrapment*»): члени монетарних блоків з часом посилюють власну зацікавленість у підтримці стабільності діючого порядку<sup>130</sup>. Наприклад, курсова стабільність у межах блоку часто зумовлює тенденцію спрямування торгівельних потоків на користь держав-членів об'єднання, а також сприяє вкладенню капіталу в активи, деноміновані у валюті блоку. В такому разі намагання держави вийти з альянсу часто супроводжуватиметься значними втратами.

Найбільш характерним дослідженням із використанням геополітичного підходу є праця С. Стрейндж (1971 р.<sup>131</sup>), в якій авторка здійснила першу спробу типізації міжнародних валют, виділивши такі чотири категорії відповідно до манери впровадження інтернаціоналізації:

- панівні валюти або валюти гегемонів (англ. «*master currency*») залучаються до процесу інтернаціоналізації під впливом політичних факторів. Початково С. Стрейндж зараховувала до цієї категорії валюти держав-метрополій в умовах колоніальної системи, наголошуючи на примусовому характері використання. Тобто ця група валют перестала бути актуальною за станом на сьогодні, хоча М. Отеро-Іглесіас називає доларизовані держави (типу Еквадору, Ель-Сальвадору чи Панами) можливими відголосками такої практики<sup>132</sup>;

- топ-валюти (англ. «*top currency*») отримали свій привілейований статус завдяки економічному домінуванню (стабільність, ліквідність, транзакційні мережі). При цьому варто виокремити твердження Е. Хеллайнера (який реанімував та надав нового поштовху для розвитку концепції С. Стрейндж) про

---

<sup>130</sup> Kirshner J. *Currency and Coercion: The Political Economy of International Monetary Power*. New Ed edition. Princeton, N.J.: Princeton University Press, 1997. 304 p.

<sup>131</sup> Strange S. The Politics of International Currencies. *World Politics*. 1971. Vol. 23, No 2. P. 215–231. DOI: <https://doi.org/10.2307/2009676>.

<sup>132</sup> Otero-Iglesias M. *The Euro, The Dollar and the Global Financial Crisis: Currency challenges seen from emerging markets*. London: Routledge, 2014. 262 p.

неможливість розділення політичних та економічних факторів інтернаціоналізації<sup>133</sup>. Долар США був типовим прикладом топ-валюти протягом останніх десятиліть, однак після глобальної фінансової кризи його дедалі частіше зараховують до категорії договірних валют<sup>134, 135</sup>;

- нейтральні або пасивні валюти (англ. «*neutral / passive currency*»), як і топ-валюти, здобули популярність та стабільність завдяки економічним факторам, однак не відзначаються значним глобальним впливом. Типовим прикладом такої валюти є швейцарський франк. Євро також є нейтральною валютою у більшості регіонів світу, крім території Європейського континенту та серед частини африканських держав (передусім зона франків КФА);

- договірні або політичні валюти (англ. «*negotiated / political currency*») – це колишні панівні та топ-валюти, котрі поступово втрачають політичну та економічну вагу, чим викликають сумніви серед держав-сателітів щодо свого особливого статусу якірної чи резервної валюти. Емітенти таких валют мають постійно завойовувати популярність серед іноземних держав-користувачів через використання різноманітних фінансових (наприклад, забезпечення доступу на ринок, надання кредитів) чи політичних (наприклад, військового захисту) стимулів, часто поєднаних із загрозою застосування санкцій. Як зазначалось, долар США наразі володіє багатьма явними та неявними властивостями договірної валюти. США (щораз менш охоче) змушені тримати ринок відкритим для китайських товарів, забезпечувати більшу кількість голосів для Китаю та інших держав-членів БРІКС в МВФ, вмішуватись у військові конфлікти за участю держав-сателітів для підтримки домінуючих позицій власної валюти.

Інша концепція класифікації, яка отримала назву «піраміда валют» (англ. «*Currency pyramid*»), була запропонована Б. Коеном з метою ілюстрації рівня

<sup>133</sup> Helleiner E. Political determinants of international currencies: What future for the US dollar? *Review of International Political Economy*. 2008. Vol. 15, No 3. P. 354–378. DOI: <https://doi.org/10.1080/09692290801928731>.

<sup>134</sup> Helleiner E. Political determinants of international currencies: What future for the US dollar? *Review of International Political Economy*. 2008. Vol. 15, No 3. P. 354–378. DOI: <https://doi.org/10.1080/09692290801928731>.

<sup>135</sup> Otero-Iglesias M. *The Euro, The Dollar and the Global Financial Crisis: Currency challenges seen from emerging markets*. London: Routledge, 2014. 262 p.

інтернаціоналізації валют та порівняння їх відносної ваги<sup>136</sup>. Проте «піраміду валют» не можна назвати винятково геополітичним типом дослідження. Вона швидше перебуває на стику трьох розглянутих підходів. Такий своєрідний «рейтинг» валют охоплює сім рівнів (рис. 1.14):



**Рис. 1.14. Піраміда валют за Б. Коеном**

*Джерело:* авторська візуалізація за: Cohen B.J. *Currency Power: Understanding Monetary Rivalry*. Princeton: Princeton University Press, 2015. 303 p.

4. Топ-валюти<sup>137</sup> (англ. «*top currency*») абсолютно домінують у загальнопланетарних міжнародних економічних відносинах (незалежно від типу операцій чи регіону). За станом на сьогодні лише одна валюта безумовно відповідає такому критерію – долар США (до початку Першої світової війни

<sup>136</sup> Cohen B. J. *The Geography of Money*. Ithaca, NY: Cornell University Press, 2000. 248 p.

<sup>137</sup> Термін запозичений у С. Стрейндж (Strange S. *The Politics of International Currencies*. *World Politics*. 1971. Vol. 23, No 2. P. 215–231. DOI: <https://doi.org/10.2307/2009676>) із приблизно однаковим змістом. Загалом для валют 1–2-ї категорій використовують також словосполучення «ключові валюти» (англ. «*key currencies*») (Williams J. *Postwar Monetary Plans and Other Essays*. New York: Knopf, 1947. URL: <http://www.kirkusreviews.com/book-reviews/john-h-williams/postwar-monetary-plans-and-other-essays/>), чи навіть «валюти-мрії» (англ. – *dream currencies*) (Brown B. *Money Hard and Soft on the International Currency Markets*. New York: Wiley, 1978. 183 p.).

такою валютою був фунт стерлінгів<sup>138</sup>). Однак протягом останніх років спостерігається зростання глобальної ролі єдиної європейської валюти, тому можна погодитись із М. Отеро-Іглесіасом, який розглядає євро як «... топ-валюту із власною регіональною сферою впливу»<sup>139</sup>.

5. Валюти-патриції (англ. «*patrician currency*») характеризуються високими обсягами міжнародного використання, але є радше макрорегіональними платіжними та резервними засобами. Хоча Б. Коен продовжує трактувати євро як валюту-патриція<sup>140</sup>, вважаємо, що грошова одиниця Економічного та валютного союзу ЄС таки здобула право називатись топ-валютою. Іншим представником другої категорії валют традиційно вважають японську єну. Незважаючи на деяку втрату популярності, вона залишається визначальною для Азіатсько-Тихоокеанського регіону. Деякі експерти вважають, що в недалекому майбутньому на щабель валют-патрицій підніметься китайський юань<sup>141</sup>.

6. Елітні валюти (англ. «*elite currency*») визначаються значною часткою в міжнародному обігу, проте незначним впливом за межами країни-емітента. Прикладами валют цієї категорії є фунт стерлінгів Великої Британії (який поступово втратив статуси топ-валюти та макрорегіонального лідера), китайський юань, швейцарський франк, канадський долар. Два інші представника цієї категорії – австралійський долар та ранд ПАР – є навіть офіційними платіжними засобами чи валютами-якорями в деяких сусідніх державах (проте незначна економічна вага цих держав-сателітів не дає підстав вести мову про певне регіональне домінування).

---

<sup>138</sup> Більш ранні топ-валюти: голландський гульден (XVII–XVIII ст.), венеціанський дукат (XV ст.), флорентійський флорин (XII–XIV ст.), арабський динар (VIII–XII ст.), візантійська золота монета (*nomisma*) (V–VII ст.). Hartmann P. Currency Competition and Foreign Exchange Markets: The Dollar, the Yen and the Euro. Cambridge University Press, 1998. 212 p.

<sup>139</sup> Otero-Iglesias M. The Euro, The Dollar and the Global Financial Crisis: Currency challenges seen from emerging markets. London: Routledge, 2014. 262 p.

<sup>140</sup> Cohen B. J. Currency Power: Understanding Monetary Rivalry. Princeton: Princeton University Press, 2015. 303 p.

<sup>141</sup> Cohen B. J. Currency Power: Understanding Monetary Rivalry. Princeton: Princeton University Press, 2015. 303 p.

7. Валюти-плебеї (англ. *«plebeian currency»*) характеризуються невеликим обсягом міжнародного використання, проте виконують всі функції грошей на внутрішній арені. Це передусім валюти невеликих промислових держав (Швеція, Норвегія), держав із доволі високим рівнем розвитку (Сінгапур<sup>142</sup>, Південна Корея), багатших країн-експортерів нафти (Саудівська Аравія, Кувейт) та ін.

8. Проникаючі/перехідні валюти (англ. *«permeated currency»*) емітуються державами, в яких спостерігається значний цільовий паралельний обіг іноземних валют. Такий тип валют домінує серед країн, що розвиваються.

9. Квазі-валюти<sup>143</sup> (англ. *«quasi-currency»*) – це валюти, які не можуть виконувати функції засобу нагромадження і (частково) міри вартості. Однак слід констатувати, що після 2014 р. українська гривня де-факто перейшла у категорію квазі-валют. До цієї ж категорії можна зарахувати деякі валюти пострадянських та латиноамериканських держав.

10. Псевдо-валюти (англ. *«pseudo-currency»*) є типовими переважно для дрібних країн, в яких іноземна валюта – це офіційний і домінуючий платіжний засіб, а національна валюта вважається швидше сувеніром. Псевдо-валюти, квазі-валюти та частину проникаючих валют дрібних країн іноді скептично називають «валютний мотлох» (англ. *«junk currencies»*)<sup>144</sup>.

Запропоновані класифікації валют С. Стрейндж та Б. Коена не єдині в економічній літературі. Такі епітети валюти, як міжнародна, світова, ключова, провідна, лідируюча, домінуюча, доволі часто використовуються як синоніми або їх значення варіює залежно від контексту та автора. Наприклад, О. Буторина ранжує валюти залежно від їх міри інтернаціоналізації на замкнуті (неконвертовані), внутрішні, міжнародні, ключові (майже аналог резервних), провідні (валюти-посередники) та домінуючі<sup>145</sup>.

<sup>142</sup> Сінгапурський долар є також паралельною офіційною валютою Брунею.

<sup>143</sup> Слід відрізняти від подібного за звучанням терміна «квазігроші» (або «майже гроші»), який використовується для позначення високоліквідних фінансових активів.

<sup>144</sup> Cohen B. J. *Currency Power: Understanding Monetary Rivalry*. Princeton: Princeton University Press, 2015. 303 p.

<sup>145</sup> Буторина О. В. *Международные Валюты: Интеграция и Конкуренция: монография*. Москва: Деловая литература, 2003. 368 с.



Проте незалежно від теоретичного підходу для досягнення статусу міжнародної валюти центральний банк повинен забезпечити відповідність національної валюти таким критеріям:

1. Відсутність будь-яких заборон та обмежень на купівлю-продаж валюти та похідних від неї інструментів.

2. Спроможність внутрішніх фірм фактурувати більшість власних експортних операцій у національній валюті, а також готовність іноземних фірм фактурувати власний експорт у валюті цієї держави;

3. Здатність іноземних суб'єктів зберігати валюту даної держави чи виражені в ній інструменти у тому обсязі, який вони вважають доцільним (виконання функцій резервної валюти);

4. Можливість іноземних суб'єктів випускати конкурентні фінансові інструменти, деноміновані в даній валюті;

5. Здатність внутрішніх суб'єктів емітувати цінні папери на іноземних ринках деноміновані в даній валюті;

6. Можливість міжнародних фінансових організацій, таких як Світовий банк чи регіональні банки розвитку, використовувати дану валюту у своїх фінансових операціях та випускати цінні папери на внутрішньому ринку держави емісії валюти;

7. Перспектива використання валюти у «валютних кошиках» інших держав<sup>146</sup>.

Переваги інтернаціоналізації валюти більшою мірою виявляються для приватного сектору держави, причому ефект буде більшим саме у порівняно малих економіках. Загрози інтернаціоналізації найгостріше виявляються на рівні державного сектору чи навіть всієї фінансової системи держави та світу (рис. 1.15).

---

<sup>146</sup> Kenen P. Currency internationalisation: an overview. BIS Papers chapters. *Bank for International Settlements*, 2011. URL: <http://econpapers.repec.org/bookchap/bisbisbp/61-04.htm>.

По-перше, інтернаціоналізація дає змогу експортерам зменшити курсові ризики, особливо щодо товарів платежі, за яким здійснюються значно пізніше замовлення. В даному випадку експортери держави з інтернаціоналізованою валютою мають більше шансів укласти угоду в національній валюті, переключивши курсові ризики на покупця.



**Рис. 1.15. Переваги та загрози інтернаціоналізації валюти для держави-емітента**

*Джерело:* сформовано автором.

По-друге, внутрішні суб'єкти господарювання отримують доступ до міжнародного фінансового ринку із можливістю отримання дешевшого і більшого обсягу кредитування, знову ж таки не несучи курсових ризиків.

По-третє, інтернаціоналізація валюти створює умови для отримання нових джерел прибутку приватним фінансовим інститутам (варто при цьому зауважити, що частина можливостей також втрачається через вхід на внутрішній ринок іноземних фінансових конкурентів).

Однак більший за обсягом і прибутковістю фінансовий сектор краще обслуговує нефінансові суб'єкти, пропонуючи дешевший капітал та більше опцій для його залучення.

Вигода від інтернаціоналізації валюти для державного сектору та суспільства загалом є менш очевидною. Звичайно, уряди отримують можливість частково чи повністю фінансувати бюджетний дефіцит, випускаючи боргові зобов'язання в національній валюті для іноземних ринків. Таким же чином уряд може вирівнювати дефіцит платіжного балансу, не залучаючи власні золотовалютні резерви. Додатково можна вказати на вигоди від сеньйоражу, які, проте, частково нівелюються через використання популярних валют у нелегальних трансакціях, як наприклад, наркотрафік і т. ін.

Варто врахувати вплив інтернаціоналізації валюти також на політичну гегемонію держави (долар США на сьогодні, фунт стерлінгів у минулому) через експлуатацію статусу резервної валюти чи домінуючу роль у міжнародних фінансових організаціях<sup>147,148</sup>. Однак при цьому не зовсім очевидна виняткова роль валютного фактора в досягненні панівного статусу (наприклад, Лондон є найбільшим світовим фінансовим центром, проте політичний чи економічний вплив Великої Британії значною мірою не виходить за межі її постколоніальних володінь)<sup>149</sup>.

Загалом можна виокремити декілька потенційних загроз від валютної інтернаціоналізації в державі.

Передусім акцентуємо увагу на несумісності валютної інтернаціоналізації із підтримкою фіксованого курсу та внутрішньоорієнтованої монетарної політики. Це твердження перегукується із постулатом «неможливої трійці», що виводиться із моделі Мандела–Флемінга (англ. «*impossible trinity*», або «*the*

---

<sup>147</sup> Cohen B. J. The Macroeconomic Foundation of Monetary Power. *International Monetary Power* / Ed. D. Andrews. Ithaca and London: Cornell University Press, 2006.

<sup>148</sup> Steil B., Litan R. E. *Financial Statecraft: The Role of Financial Markets in American Foreign Policy*. 1 edition. New Haven, Conn.; London: Yale University Press, 2008. 224 p.

<sup>149</sup> Kenen P. Currency internationalisation: an overview. BIS Papers chapters. Bank for International Settlements, 2011. URL: <http://econpapers.repec.org/bookchap/bisbisbpc/61-04.html>.

*Trilemma*) про нереальність одночасного досягнення фіксованого валютного курсу, вільного руху капіталу та незалежної монетарної політики<sup>150, 151</sup>. Інтернаціоналізація валюти не обов'язково приводить до повної лібералізації руху капіталу (уряд може продовжувати регламентувати операції резидентів з іноземними валютними інструментами), але дає змогу збільшити кількість резидентів і нерезидентів, які здійснюють трансакції з цією валютою чи номінованими в ній інструментами, що зменшує регулятивний потенціал центральних банків (передусім зменшується вплив на внутрішні процентні ставки та внутрішню грошову пропозицію, який до інтернаціоналізації досягався з допомогою операцій на відкритому ринку).

Заради справедливості варто зауважити, що обмеження «неможливої трійці» не є настільки актуальними для США чи єврозони<sup>152</sup> із їх масштабними внутрішніми ринками боргових зобов'язань, однак стають критичними для держав із меншими економіками, які покладаються на інструменти монетарної політики для стимулювання внутрішнього економічного зростання чи досягнення курсової стабільності. Крім того, дедалі частіше йдеться про доцільність використання для країн, що розвиваються, концепції «квадрилеми» чи «неможливої четвірки» (англ. *«the Quadrilemma»*), за якою до трьох традиційних детермінант додається також досягнення високого рівня співвідношення валютних резервів до ВВП<sup>153</sup>. Така необхідність обґрунтовується намаганням країн, які активно розвиваються на сучасному етапі, захистити внутрішні економіки від надмірних турбуленцій відкритого фінансового ринку шляхом збільшення власних валютних резервів<sup>154</sup>.

Друга загроза виникає для держав із високим рівнем пропозиції боргових зобов'язань, деномінованих у національній валюті (емітованих як для

<sup>150</sup> Більш детально це питання розглядається в п.2.3 та 2.4.

<sup>151</sup> Mundell R. Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates. *The Canadian Journal of Economics and Political Science*. 1963. Vol. 29, No. 4. P. 475–485. DOI: <https://doi.org/10.2307/139336>.

<sup>152</sup> Європейський спосіб подолання «неможливої трійці» відображено на рис. 3.9.

<sup>153</sup> Aizenman J., Ito H. The “Impossible Trinity”, The International Monetary Framework, and the Pacific Rim. *The Oxford handbook of the economics of the Pacific Rim* / Ed. I. Kaur, N. Singh. New York: Oxford University Press, 2014.

<sup>154</sup> Щоправда криза в країнах Східної Азії продемонструвала, що значні валютні резерви не завжди є панацеєю.

внутрішнього, так і для зовнішнього ринків). Ідеться про ризик значного знецінення валюти у разі, коли іноземні кредитори почнуть масово розпродувати свої вимоги та отриману в результаті цього валюту на міжнародному ринку. Схожий ризик виникає, коли держава емітує надто багато боргових цінних паперів, деномінованих в іноземній валюті, не забезпечивши при цьому достатнього рівня іноземних валютних резервів і викликавши цим тривогу кредиторів через загрозу неповернення боргу<sup>155</sup>. В обох випадках багато залежатиме від того, наскільки емітент інтернаціоналізованої валюти зможе вирішити проблему довіри, тобто знецінити власну валюту у разі зменшення попиту нерезидентів (та резидентів) на активи, деноміновані в національній валюті; чи збільшити обсяг іноземних валютних резервів до рівня, достатнього для запобігання знеціненню. В будь-якому разі розпродаж активів держави-емітента інтернаціоналізованої валюти призведе до зменшення їх ціни і відповідно до втрат інвесторів-резидентів, навіть якщо центральний банк зуміє вберегти валюту від знецінення.

Третя загроза виникає для національної фінансової системи і пов'язана із випуском іноземних боргових цінних паперів для резидентів держави. В минулому частка таких зобов'язань була незначною, але поступово набула суттєвого значення в багатьох країнах. У такому випадку втрата платоспроможності іноземних позичальників може завдати значних збитків не лише кредитору-резиденту, а й системі загалом, оскільки останній часто пов'язаний зобов'язаннями з іншими учасниками національного ринку, які він стає не в змозі виконати, провокуючи цим виникнення ефекту доміно.

Четверта загроза базується на попередній, але має ширші макроекономічні наслідки. Випуск іноземних облігацій на внутрішньому ринку, як і емісія вітчизняних облігацій на зовнішніх ринках, може привести до більшої волатильності внутрішніх процентних ставок та курсу валюти в умовах спалаху

---

<sup>155</sup> Така ситуація виникла в Тайланді в 1997 р.

(навіть незначного) кризових явищ. Звичайно, існує багато каналів, через які криза передається від одних країн до інших, але інтернаціоналізація валюти, що детермінується взаємним міжнародним випуском боргових зобов'язань, є одним із найширших із них.

Враховуючи недоліки та загрози інтернаціоналізації валют, інколи виникає питання про важливість «валютного суверенітету»<sup>156</sup> чи доцільність повернення до т. зв. «валютного націоналізму»<sup>157</sup>.

Ще однією реакцією на валютну інтернаціоналізацію та «втечу» капіталів є поява та поширення локальних (а в ширшому значенні – комплементарних) валют (англ. «*local/complementary currency*»), що циркулюють в обмеженій географічній місцевості або серед учасників реального чи віртуального об'єднання. При цьому локальна валюта виступає в якості додаткової валюти до національної, а не замінює її<sup>158</sup>, та спрямована на заохочення витрат у межах місцевої громади, особливо у випадку з місцевими підприємствами<sup>159</sup>. Локальні валюти, як правило, випускаються приватними корпораціями, місцевими органами влади чи громадськими організаціями та не можуть бути підкріплені національними урядами.

Однак феномен локальних валют набагато ширший, ніж гроші, що циркулюють у межах одного міста, району чи області. Так, ідеолог локальних валют Р. Свон пояснює їх поширення як компенсацію того факту, що «... гроші залишають сільські райони і перетікають в міста через централізацію банківської системи»<sup>160</sup>. Локальні валюти можуть стимулювати сталий економічний розвиток через слідування за виробництвом і ланцюгами постачання та

---

<sup>156</sup> Zimmermann C. D. A Contemporary Concept of Monetary Sovereignty. Oxford: OUP Oxford, 2013. 291 p.

<sup>157</sup> Hieronymi O. The New Economic Nationalism. Berlin: Springer, 1980. 231 p.

<sup>158</sup> Community Currencies in Action. People Powered Money: Designing, Developing and Delivering Community Currencies. London: New Economics Foundation, 2015. 190 p.

<sup>159</sup> Naqvi M., Southgate J. Banknotes, Local Currencies and Central Bank Objectives. *SSRN Scholarly Paper*. Rochester, NY: Social Science Research Network, 20 December 2013. URL: <https://papers.ssrn.com/abstract=2379352>.

<sup>160</sup> Swann R. The Role of Local Currency in Regional Economic Development. *Center For New Economics*, 2017. URL: <http://www.centerforneweconomics.org/publications/essays/swann/robert/the-role-of-local-currency-in-regional-economic-development> (Last accessed: 21.11.2017).

заохочення потенційних місцевих постачальників приєднуватися до цієї схеми<sup>161</sup>. Оскільки такі функції грошей як засобу обігу та накопичення частково суперечать одна одній, то в зв'язку з цим локальні валюти мають таку додаткову перевагу: значно швидший обіг, оскільки немає сенсу в них здійснювати заощадження, а це відповідно поживляє економічну діяльність у регіоні. Доволі часто така функція локальних грошей стимулюється за допомогою демереджу<sup>162</sup>. На розвиток локальних валют має вплив і також екологічний фактор, оскільки місцеві товари, призначені для споживання у локальному регіоні, не потрібно транспортувати на значні відстані, що зумовлює зниження обсягу шкідливих викидів в атмосферу. Крім цього, ними зручно розраховуватися за різні волонтерські роботи на благо окремої територіальної одиниці.

Дослідники нараховують більше 4000 різновидів приватних грошових одиниць, випущених у більш ніж 35 країнах<sup>163</sup>. Зокрема, в Німеччині циркулює понад 400 видів локальних валют. Серед найбільш відомих можна виокремити такі: беркшир (англ. «*BerkShares*»), чемгауеєр (англ. «*Chiemgauer*»), брістольський фунт (англ. «*Bristol Pound*»), леман (англ. «*Leman*»). Зокрема, локальну валюту «беркшир» приймають понад 400 місцевих магазинів і компаній, її можна вільно обмінювати на федеральну валюту у восьми відділеннях трьох банків (загальна кількість валюти в обігу становить приблизно 7 млн. дол. США)<sup>164, 165</sup>.

Підсумовуючи вище наведене, можна зробити висновок, що інтернаціоналізація валюти стала невід'ємною особливістю сучасної економічної та політичної мапи світу. Циркулюючи за межами держави-

---

<sup>161</sup> Community Currencies in Action. People Powered Money: Designing, Developing and Delivering Community Currencies. London: New Economics Foundation, 2015. 190 p.

<sup>162</sup> Періодична плата з власника грошей (за простій, зберігання грошей); спеціальний податок, який стимулює високу швидкість обігу грошей.

<sup>163</sup> Скоморович І. Г. Феномен локальних грошових систем. *Соціально-економічні проблеми сучасного періоду України*. 2015. № 4. С. 53–56.

<sup>164</sup> Курс 0,95 долара США за один BerkShare.

<sup>165</sup> Самые распространенные и активные локальные валюты мира, 2017. *Блог компании Wirex*. URL: <https://geektimes.ru/company/wirex/blog/281132/>.

емітента, валюта отримує нові властивості, формує нові зв'язки, прямо чи опосередковано впливає на потоки товарів і факторів виробництва, що зрештою змінює не лише фінансову інфраструктуру емітента та реципієнта інтернаціоналізованої валюти, а й їх загальну макроекономічну динаміку.



### **1.3. Методологічна детермінація системи регіональної валютної інтеграції**

Розглянуті в перших двох параграфах процеси інтеграції (особливо регіональної економічної інтеграції) та валютної інтернаціоналізації сукупно стали визначальними для іншого явища на монетарній мапі світу – валютної інтеграції.

У дослідженні вище висвітлювались деякі аспекти валютної інтеграції, зокрема подано авторське бачення трактування терміна «валютна інтеграція» як поєднання спонтанних ринково-індукованих процесів виходу сфери використання валюти поза межі держави-емітента (валютна інтернаціоналізація) та цілеспрямованої діяльності державних і недержавних монетарних суб'єктів влади, спрямованої на регламентацію й організацію процесу використання валюти на певній географічній території (валютний інтернаціоналізм) (див. рис. 1.10). Розглянуто також причини того, чому таке трактування не повною мірою відповідає сучасній дефінітивній традиції, що склалась серед дослідників, насамперед через непопулярність та надто вузьке, на нашу думку, використання терміна «валютний інтернаціоналізм». Крім того, певна увага приділялась окремим аспектам валютної інтеграції, зокрема зменшенню кількості валют порівняно з кількістю держав (при розгляді моделей валют-посередників і валюти фактурування). Хоча в цьому разі валютну інтеграцію не слід ототожнювати винятково із введенням спільної валюти.

Загалом зазначимо, що концепція валютної інтеграції вирізняється відсутністю уніфікованого підходу як з точки зору онтології, так і гносеології дослідження. Нині відсутня спільна думка науковців щодо того, які саме процеси, явища та/або валютні режими слід називати валютною інтеграцією, а отже, дискусійним є саме визначення терміну. У традиційній вітчизняній і пострадянській науковій літературі валютну інтеграцію загалом дефінують у двох значеннях:

• у вузькому – як «... цілеспрямований процес поступового зближення та об'єднання валютної політики і валютних відносин країн-учасниць у межах регіональних економічних об'єднань»<sup>166</sup>;

• у широкому – як «... процес координації валютної політики, формування наднаціонального механізму валютного регулювання, створення міждержавних валютно-кредитних і фінансових організацій»<sup>167</sup>.

Так, у першому трактуванні (яке домінує в науковій літературі) фактично здійснюється уніфікація термінів «валютна інтеграція» та «регіональна валютна інтеграція», а процес валютної інтеграції за своєю суттю зводиться до створення валютних союзів, що, на нашу думку, не є логічним для побудови стрункої системи класифікації та не відображає різноманіття процесів глобального монетарного устрою. Враховуючи вищеподане, в цій праці ми дотримуватимемось ширшого тлумачення із деякими уточненнями, зазначеними нижче.

У західній науковій літературі понятійному апарату валютної інтеграції приділяється незначна увага (у ході дослідження нами не було знайдено жодного прямого визначення зазначених термінів («*currency / monetary integration*»), незважаючи на їх часте використання). За замовчуванням, як і в національній практиці, дослідники при розгляді валютної інтеграції здебільшого застосовують вузький підхід і досліджують специфіку, наслідки й перспективи спільних валютних зон та їх «оптимальність» à la Р. Мандел<sup>168</sup>.

Серед більш комплексних теоретичних обґрунтувань можна виокремити дослідження В. Кордена, який розглядав валютну інтеграцію (а точніше англ. «*monetary integration*») як поєднання двох компонентів: (1) валютно-курсowego союзу (англ. «*exchange-rate union*»), тобто об'єднання держав із перманентно-

<sup>166</sup> Юрій С. І., Федосов В. М. Фінанси: підручник. Київ: Знання, 2008. 611 с.

<sup>167</sup> Грязнова А. Г. Валютная интеграция. *Финансово-Кредитный Энциклопедический Словарь*. Москва: Финансы и статистика, 2002. URL:[https://finance\\_loan.academic.ru/309](https://finance_loan.academic.ru/309).

<sup>168</sup> Mundell R. A Theory of Optimum Currency Areas. *The American Economic Review*. 1961. Vol. 51, No. 4. P. 657–665.

фіксованим курсом валют між собою; (2) конвертованості (англ. «*convertibility*») як відсутності будь-яких обмежень на здійснення трансакцій за поточним чи капітальним рахунком платіжного балансу<sup>169</sup>.

Доволі вдалими, на наш погляд, є лаконічні визначення німецької дослідниці В. Шелькле, яка розмежовує монетарну та валютну інтеграцію. Монетарну інтеграцію (нім. «*Monetäre Integration*») вона розуміє як «... сукупність усіх форм скоординованої валютної стабілізації»<sup>170</sup> або як «... спосіб розподілу [валютного] ризику між геополітичними суб'єктами»<sup>171</sup>. Тоді як валютна інтеграція (нім. «*Währungsintegration*») розглядається як «... уніфікація грошово-кредитної політики на основі єдиної валюти»<sup>172</sup>.

Отже, В. Шелькле фактично ототожнює валютну інтеграцію із валютної уніфікації (англ. «*monetary unification*»), яку слід розуміти як скорочення кількості валют в обігу. Подібне значення використовується також у трактуванні терміна «валютна консолідація» (англ. «*currency consolidation*») <sup>173</sup>, однак це словосполучення не є однозначним у трактуванні (діапазон значень коливається від створення єдиної світової валюти<sup>174</sup> до заміни національної валюти на користь іноземної у валютних резервах держави<sup>175</sup>), тому надалі намагатимемось його уникати в даній роботі<sup>176</sup>.

Іноді в схожих до валютної інтеграції значеннях використовуються терміни «гармонізація валютної/монетарної політики» (англ. «*harmonization of*

---

<sup>169</sup> Corden W. M. *Monetary integration*. Princeton: International Finance Section, Princeton University Princeton, 1972. P. 2.

<sup>170</sup> Schelkle W. *Monetäre Integration: Bestandsaufnahme und Weiterentwicklung der neueren Theorie*. Berlin: Springer-Verlag, 2013. P.1.

<sup>171</sup> Schelkle W. *The Political Economy of Monetary Solidarity: Understanding the Euro Experiment*. Oxford: Oxford University Press, 2017. P. 12.

<sup>172</sup> Schelkle W. *Monetäre Integration: Bestandsaufnahme und Weiterentwicklung der neueren Theorie*. Berlin: Springer-Verlag, 2013. P. 1.

<sup>173</sup> Kenen P., Meade E. *Regional Monetary Integration*. Cambridge: Cambridge University Press, 2008. URL: <http://econpapers.repec.org/bookchap/cupcbooks/9780521862509.htm>.

<sup>174</sup> Francu M. *The Choice of the Exchange Rates Regime of the European Union Accession Countries Influenced by the World Currency Consolidation*. *Romanian J Eur Aff*. 2004. Vol. 4. P. 29.

<sup>175</sup> Толковый словарь наиболее употребительных иностранных слов. Litres, 2017. 529 с.

<sup>176</sup> Валютною консолідацією (за термінологією Форекс) також називають тривалий боковий рух курсу валют усупереч висхідним чи низхідним трендам.

*monetary policies*») чи «валютна/монетарна солідарність» (англ. «*monetary solidarity*»). Однак вважаємо їх швидше специфічними ознаками валютної інтеграції, а не повноцінними аналогами.

З метою часткової компенсації дефіциту комплексних систематизацій процесів валютної інтеграції нами пропонується градація рівнів валютних відносин, згідно з якою валютна інтеграція є вищою формою розвитку валютної співпраці. Ідейним натхненням для такого ранжування стало переосмислення постулатів праць Б. Фріц і Л. Мюліх<sup>177</sup> про монетарну співпрацю між країнами Півночі та Півдня<sup>178</sup>, а також результатів дисертаційного дослідження Д. Казарінова про три рівні валютної інтеграції: мікро-, макро- та глобальний<sup>179</sup>.

Отже, вважаємо доцільним виокремити наступні рівні розвитку валютної співпраці:

1. Відсутність валютної взаємодії – це, як правило, наслідок урядової заборони на здійснення операцій на міжнародному валютному ринку, що охоплює ретроградні форми валютної автаркії: використання абсолютно неконвертованих валют (англ. «*nonconvertible / blocked currencies*»), зовнішньо- та внутрішньонеконвертованих валют. Іншим варіантом даного стибу може бути банальна відсутність ділових контактів між державами, що не так часто зустрічається у сучасному глобалізованому світі.

2. Валютні контакти – це спорадичне залучення до процесу валютної інтернаціоналізації як донора чи реципієнта валюти для іншої держави без особливих довгострокових зобов'язань і домовленостей. На цьому етапі ще рано вести мову про валютну співпрацю як таку, а у випадку шоків станів держави притримуються політики «розори сусіда» (англ. «*beggar-thy-neighbor policy*»), що ефектом доміно може деструктивно вплинути на валютно-фінансову систему

---

<sup>177</sup> Fritz B., Mühlich L. Regional Monetary Integration among Developing Countries: New Opportunities for Macroeconomic Stability beyond the Theory of Optimum Currency Areas? *GIGA Working Paper*. 2006. Vol. 38. URL: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=977985](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=977985).

<sup>178</sup> Автори досліджують цей процес не відповідно до географічних територій, а щодо здатності держав нести боргові зобов'язання в національній валюті (тобто щодо схильності до «первородного гріха» (англ. «*original sin*»)).

<sup>179</sup> Казарінов Д. В. Валютне Регулювання в Україні в Процесі Регіональної Валютної Інтеграції: дис. ... канд. ек. наук: 08.00.08 /Українська академія банківської справи НБУ, 2013. С.21.

регіону загалом (повальна девальвація національних валют з метою стимуляції експорту і т. ін.). У мікроекономічному вимірі (аспект валютної інтернаціоналізації) рівень валютних контактів виявляється у вигляді виконання іноземною для суб'єкта валютою епізодичних функцій фактурування, опосередкування трансакцій і формування заощаджень на реальних та фінансових ринках (про функції міжнародної валюти детальніше розкриті в п. 1.2). У макровимірі (аспект авторського трактування валютного інтернаціоналізму) до даного рівня можна зарахувати односторонні (позадоговірні) та несистематичні рішення центральних банків чи їх аналогів щодо використання іноземної валюти для здійснення валютних інтервенцій, формування резервів, отримання / надання позик.

Ми вилучили із цього рівня функцію прив'язки валют, враховуючи її більш комплексну природу та вагоміші наслідки для економіки держав. Однак серед монетарних режимів певним аналогом, що відповідає за характером взаємовідносин даному етапу співпраці, можна назвати режим керованого та вільного плавання («*floating*» та «*free floating*» за термінологією Міжнародного валютного фонду).

3. Валютна взаємодія-кооперація – широкий рівень монетарної співпраці, що на нижчому підетапі (рівень взаємодії) передбачає регулярне спільне залучення до процесів інтернаціоналізації валюти, а на вищому – перші спроби монетарної кооперації, які, проте, ще не досягнули рівня координації. Інфраструктурне підґрунтя для валютної взаємодії забезпечує функціонування міжнародних платіжних систем, інструменти та можливості міжнародного ринку валют Форекс і т. ін.

У мікрровимірі до цього шаблю можна віднести випадки масової неформальної доларизації (зокрема приватне валютне заміщення та заміщення активів), регулярні практики використання іноземної валюти для встановлення ціни та проведення трансакцій (часто закріплені в довгострокових угодах про співпрацю).

У макровимірі ж включаємо регулярну практику (яка, проте, жорстко не регламентована на законодавчому рівні) використання валюти країни-контрагента для виконання функцій засобу обігу (інтервенції, кредитування) та накопичення (формування резервів). На підетапі кооперації держави починають вести дво- чи багатосторонній політичний діалог (обмін інформацією про монетарні цілі, стратегію, заходи її реалізації тощо), розробляти спільні ініціативи сприяння розвитку міждержавного фінансового ринку.

Також, починаючи з цієї стадії, валютна співпраця може набувати форми м'якої курсової прив'язки (тобто додається виконання функції міри вартості для інтернаціоналізованої валюти), що виявляється через імплементацію різноманітних перехідних курсових режимів типу «*soft peg*» за класифікацією МВФ: традиційної фіксація (англ. «*conventional peg*»); фіксації у рамках горизонтального коридору (англ. «*pegged exchange rate within horizontal bands*»); стабілізаційного режиму (англ. «*stabilized arrangement*»); повзучої прив'язки (англ. «*crawling peg*») та інших типів режиму з можливістю коригування курсу (англ. «*crawl-like arrangement*») <sup>180</sup>.

4. Валютна координація (або валютна протоінтеграція) – це, на відміну від валютної кооперації, не лише регулярна практика здійснення трансакцій з іноземною валютою та обмін інформацією щодо монетарних ініціатив, а й врахування інтересів контрагентів для мінімізації ризиків чи максимізації спільних вигод у сфері валютних відносин.

На мікрорівні валютна координація виявляється насамперед в банківсько-фінансовій сфері через практику спільних хеджінгових фондів, свопових принципів розрахунку, неформальних (і нелегальних) позакулісних домовленостей щодо спекулятивних операцій на валютному ринку і т. ін.

---

<sup>180</sup> Не позбавлений логіки також підхід Л. Мюліх, яка не вважає різні режими валютно-курсвої прив'язки (в т.ч. доларизацію та валютну раду) формою валютної співпраці, враховуючи їх односторонній характер (Mühlich L. *Advancing Regional Monetary Cooperation: The Case of Fragile Financial Markets*. Berlin: Springer, 2014. 318 p.). Проте ми здійснюємо класифікацію більше з перспективи монетарної інтеграції, а режими фіксації курсу валют (особливо жорсткої прив'язки) можуть розглядатись як її вияви.

Вважаємо, що на підступах до даного рівня співпраці нині знаходиться також система, що, як би парадоксально це не звучало, відома насамперед завдяки повній відсутності будь-якої координації – система криптовалют. Принципи, закладені в її основі (блокчейн, P2P, відкритий код), створюють можливість для контролю за системою загалом, за якою координація відбувається на рівні кожного окремо взятого учасника. Такий підхід у теорії дасть змогу подолати деякі обмеження традиційної валютної системи, насамперед пов'язані із необґрунтованою емісією та політичним статусом емітента, а в перспективі сформувати повноцінну глобальну систему принаймні розрахунків<sup>181</sup>.

Виявами валютної координації на макрорівні можуть бути: формування міждержавних клірингових союзів для протидії проблемам із платіжними балансами держав, укладання своп-угод із об'єднанням резервів, створення фондів ліквідності і т. ін. Деякі дослідники<sup>182</sup> вважають доцільним зарахування такого роду платіжних союзів до форм валютної інтеграції; ми ж пропонуємо використовувати для цих альянсів термін «валютна протоінтеграція»<sup>183</sup>.

Аналогом координації серед режимів валютного курсу можна назвати різні форми колективної прив'язки чи спільного плавання, для яких у сучасній класифікації режимів від МВФ<sup>184</sup> не виділено окремої категорії.

5. Валютна інтеграція включає процеси офіційної валютної уніфікації (повна або паралельна доларизація, формування валютних союзів) та безумовної нормативної регламентації фіксування курсу національної валюти до якоря. Причому процеси офіційної доларизації та формування валютних рад можна розглядати також на стику протоінтеграції та інтеграції, враховуючи часту

---

<sup>181</sup> Із функціями накопичення та міри вартості в основних сучасних криптовалютах є певні нюанси: Analyzing Ether: A Bitcoin Investor's Skeptical Take. *CoinDesk 2017*: June 24, 2017. URL: <http://www.coindesk.com/analyzing-ether-bitcoin-investors-skeptical-take/>.

<sup>182</sup> Казарінов Д. В. Валютне Регулювання в Україні в Процесі Регіональної Валютної Інтеграції: дис. ... канд. ек. наук: 08.00.08 /Українська академія банківської справи НБУ, 2013. С. 25.

<sup>183</sup> «Прото» походить від дав.-гр. «πρῶτος» – «перший».

<sup>184</sup> International Monetary Fund. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions. Washington, 2016. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/Annual-Report-on-Exchange-Arrangements-and-Exchange-Restrictions/Issues/2017/01/25/Annual-Report-on-Exchange-Arrangements-and-Exchange-Restrictions-2016-43741>

практику їх односторонніх застосувань. Детермінуючі ознаки валютної інтеграції розглядаються винятково на макрорівні, проте, згідно підходу, наведеного на рис. 1.10, фундаментом валютної інтеграції має бути саме активний розвиток валютної кооперації/координації на мікрорівні. За своєю суттю валютна інтеграція відповідає режиму жорсткої прив'язки курсу валют (англ. «*hard peg*») згідно з методологією МВФ.

б. Глобальна валютна уніфікація / геомонетарний порядок (устрій) – це найвищий рівень монетарної співпраці, що передбачає не стільки введення єдиної світової валюти, скільки глобальну регламентацію усієї сукупності валютних відносин. Ідеться про функціонування міжнародних валютних систем, таких як Бреттон-Вудська, Ямайська і т. п. Основним інституційним елементом сучасної Ямайської валютної системи, яку скептики іноді називають «не-система» (англ. «*non-system*»), є МВФ із неявно вираженою підтримкою плаваючих режимів валютного курсу. За аналогією до економічної інтеграції, потенційну тенденцію до глобальної валютної уніфікації доцільно було б називати «валютний мультилатералізм».

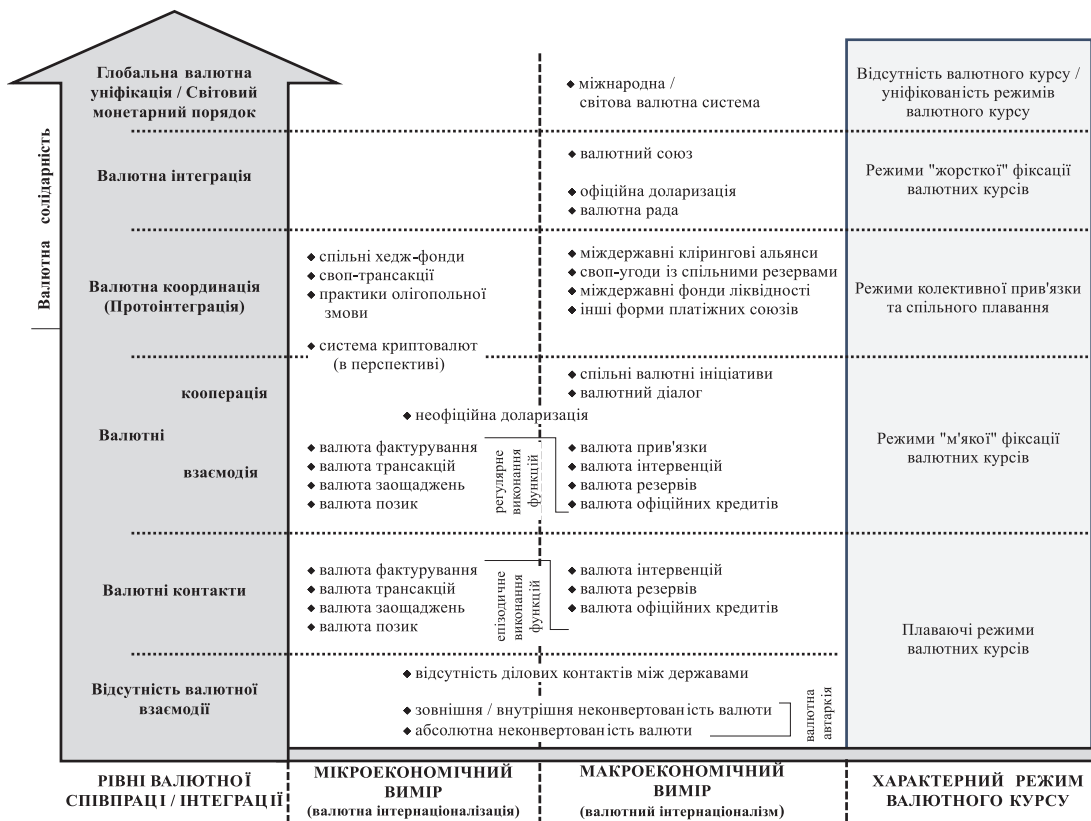
Основні рівні процесів валютної співпраці / інтеграції та їх характерні ознаки візуально представлено на рис. 1.16. Рівні із четвертого по шостий можна об'єднати за спільною назвою «валютна солідарність» (англ. «*monetary solidarity*»), що є одночасно їх детермінуючою ознакою. В. Шелькле визначає валютну солідарність як цілеспрямований чи принаймні усвідомлений розподіл валютних ризиків між учасниками об'єднання<sup>185</sup>. Однак інтеграція та солідарність не завжди є паралельними процесами. Так, наприклад, Польща чи Велика Британія<sup>186</sup>, будучи в економічному інтеграційному блоці ЄС, не демонструють при цьому валютної солідарності із більшістю членів; і навпаки, між членами африканських валютних союзів існує низький рівень

<sup>185</sup> Schelkle, *The Political Economy of Monetary Solidarity*.

<sup>186</sup> На момент написання дослідження Велика Британія лише розпочала процедуру виходу з ЄС.



загальноекономічної солідарності (див. також рис. 1.9). Разом із тим, валютна інтеграція практично завжди ґрунтується на валютній солідарності<sup>187</sup>.



**Рис. 1.16. Авторське трактування рівнів процесу валютної інтеграції**  
 Джерело: сформовано автором.

Отже, в нашому дослідженні до валютної інтеграції ми будемо зараховувати такі розрізнені процеси на основі специфічних валютно-курсних режимів:

1. Формування валютних (монетарних) союзів (англ. «*currency / monetary unions*») – колективне рішення двох і більше держав про використання спільної валюти.

<sup>187</sup> Хоча у випадку валютної ради теоретично можуть існувати винятки із цього правила.

2. Офіційна доларизація (англ. «*official dollarization*») – одностороннє рішення держави про повне або часткове використання іноземної валюти паралельно із або замість вітчизняної валюти<sup>188</sup>.

3. Створення валютних рад (англ. – «*currency / monetary board*») або, іншими словами, валютних бюро чи валютного правління (англ. – «*monetary authority*») – жорстке фіксування курсу національної валюти, закріплене на законодавчому рівні держави та підкріплене значними резервами в іноземній валюті (100%+ від грошової бази).

Якщо валютні союзи безумовно визнаються прикладом валютної інтеграції всіма дослідниками, то відносно решти процесів консенсусу наразі не досягнуто. Наприклад, П. Кенен та Е. Мід<sup>189</sup> до валютної інтеграції зараховують лише перші два із наведеного переліку, основною спільною рисою яких є їх кінцевий результат, а саме скорочення кількості валют в обігу або, інакше кажучи, валютна уніфікація<sup>190</sup>.

Менш канонічно до валютної інтеграції зараховувати режим валютної ради, що, на відміну від попередніх процесів, не передбачає відмови від національної валюти. Однак схожий до запропонованого нами підхід до трактування висвітлено у праці Г. Грубеля «Еволюція теорії валютної інтеграції»<sup>191</sup>.

Великою спокусою для нас було також виокремлення доволі специфічного четвертого напрямку валютної інтеграції, враховуючи бурхливі темпи його розвитку протягом останнього десятиліття: позаінституційної валютної

---

<sup>188</sup> Переважно термін «доларизація» використовується незалежно від назви валюти-субститута (в т. ч. і для євро чи південноафриканського ранда), хоча іноді щодо європейської валюти вживають термін «євроїзація» (наприклад, в: Kenen P., Meade E. *Regional Monetary Integration*. Cambridge: Cambridge University Press, 2008. URL: <http://econpapers.repec.org/bookchap/cupcbooks/9780521862509.htm>.)

<sup>189</sup> Kenen P., Meade E. *Regional Monetary Integration*. Cambridge: Cambridge University Press, 2008. URL: <http://econpapers.repec.org/bookchap/cupcbooks/9780521862509.htm>.

<sup>190</sup> Щоправда валютна уніфікація не досягається у разі паралельного функціонування валют (підвид доларизації) та валютного союзу на основі різних валют (т. зв. валютно-курсний союз)

<sup>191</sup> Хоча Г. Грубель виділяв ще четвертий тип валютної інтеграції, який ми будемо вважати підвидом валютного союзу, а саме валютно-курсний союз: Grubel H. *The Economics of Monetary Unions: Traditional and New*. *Research in Global Strategic Management* / Ed. by Rugman A. M. Bingley: Emerald (MCB UP), 2006. P.55-75.

інтеграції, зокрема розвитку системи криптовалют (англ. «*cryptocurrency*»). Деякі науковці схильні вважати криптовалюту сучасною формою вільного банкінгу (англ. «*free banking*»)<sup>192</sup>, що був популярним і доволі успішним протягом XVIII-XIX ст.<sup>193</sup> Схема розрахунків «*peer-to-peer*» (P2P) може розглядатись як квінтесенція валютної<sup>194</sup> інтеграції між економічними суб'єктами, хоч і без посередництва державних інститутів. Однак враховуючи нетривалий історичний період функціонування криптовалют і неоднозначні мотиви і ефективність обігу, в даній роботі ми відносимо даний тип системи до проміжного рівня між валютною кооперацією і координацією.

Незважаючи на деякі спільні риси, усі вищеназвані процеси валютної інтеграції значною мірою відрізняються за своєю сутністю – в першу чергу через мотивацію створення та суб'єктність монетарної політики (за умов валютного союзу така політика імплементується центральним банком об'єднання із врахуванням колективних інтересів; тоді як в умовах доларизації та валютної ради ініціатором, а часто і єдиним бенефіціаром, стає центральний банк окремої держави; не говорячи вже про «безсуб'єктність» імплементатії систем криптовалют). Враховуючи такі особливості, названі процеси в наступних частинах дослідження будуть розглядатись окремо із подальшим порівнянням.

Можна також розмежувати терміни, котрі є семантично і онтологічно близькими до валютної інтеграції та часто розглядаються як синоніми: валютна, валютно-курсова та монетарна інтеграції (табл. 1.7). Зазначені категорії формують непряму ієрархічну залежність між собою: так, валютно-курсова інтеграція включає в себе специфічний випадок валютної інтеграції (єдина валюта апріорі характеризуватиметься єдиним валютним курсом між державами) і є обов'язковою вимогою для імплементатії монетарної інтеграції;

<sup>192</sup> Відсутність жорсткого банківського контролю, що проявлялось у здатності комерційних банків випускати власну валюту.

<sup>193</sup> Hanke S. H., Schuler K. *Currency Boards for Developing Countries: A Handbook*. San Francisco, Calif: Ics Pr, 2015. 120 p.

<sup>194</sup> Необхідно зазначити, що нині ведуться дискусії про те, чи є взагалі криптовалюта грошима (наприклад, Dowd K. *New Private Monies: A Bit-Part Player?* London: Institute of Economic Affairs, 2015. 94 p.)

Однак, монетарна інтеграція не обов'язково передбачає валютну уніфікацію, і навпаки. В подальшому ми використовуватимемо термін «валютна інтеграція» в його агрегованому триєдиному значенні. Лише у разі потреби наводитиметься вужча категорія.

Таблиця 1.7

**Семантика термінів, значення яких близьке до валютної інтеграції**

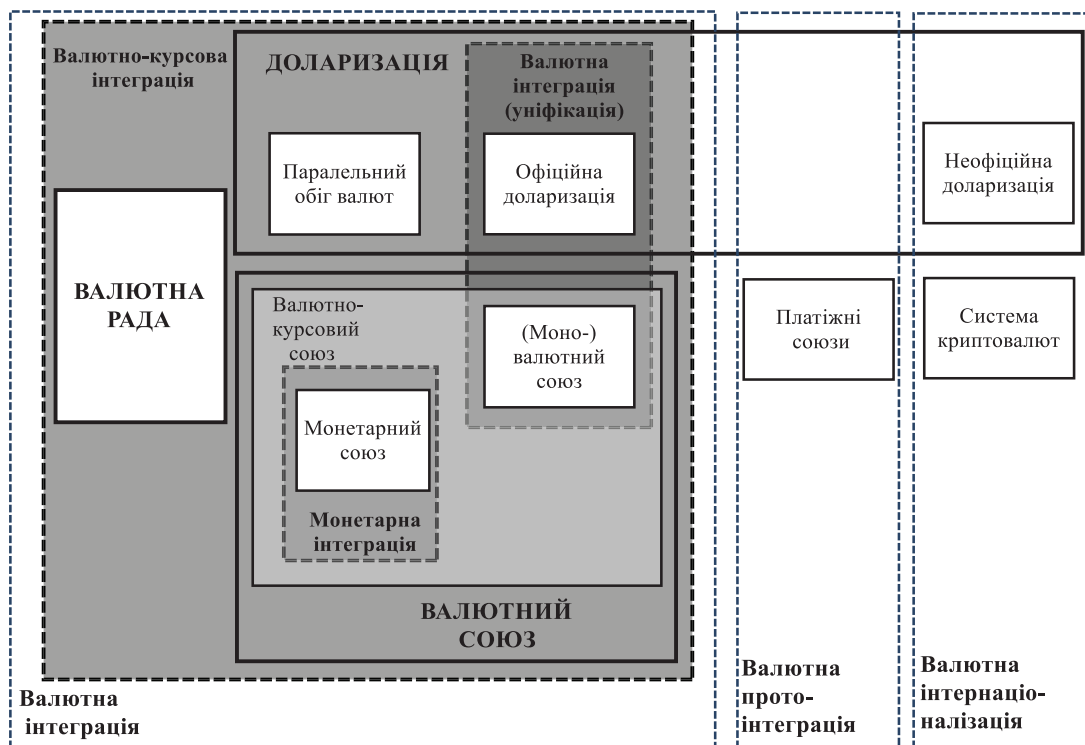
Категорія/процес	Трактування	Типові феномени
<b>Валютна інтеграція</b> (у значенні «валютна уніфікація»)	Введення єдиної/спільної валюти	-(моно)валютний союз; -офіційна доларизація (моновалютна)
<b>Валютно-курсова інтеграція</b>	Жорстка взаємна чи одностороння фіксація курсу валют	-валютно-курсний союз; -валютна рада; -паралельне функціонування валют
<b>Монетарна інтеграція</b>	Гармонізація/уніфікація грошово-кредитної політики держав-членів	-монетарний союз

*Джерело:* складено автором.

Для кращої візуалізації авторського уявлення про структуру процесів валютної інтеграції, сформовано діаграму Ейлера компонентів валютної інтеграції (рис. 1.17). Детальніше підвиди валютних союзів і доларизації розглянуто в наступному розділі. Проте в більшості випадків не виникатиме необхідності для концептуальної фрагментації згаданих процесів, тому вживатимуться узагальнюючі терміни (типу «валютна інтеграція», «валютний союз», «доларизація») для їх деномінації.

Розглянутий аспект валютної інтеграції є прикладом функціонального підходу до інтеграційного процесу. Однак об'єктом нашого дослідження є суміжний процес регіональної валютної інтеграції, який відображає територіальну площину інтеграції. Як і в разі функціональної валютної інтеграції, не існує однозначного дефінітивного трактування терміна «регіональна валютна інтеграція» (за замовчуванням його розуміють як створення валютних союзів). Вважаємо, що для збереження онтологічної логіки, якої дотримано при розгляді регіональної економічної інтеграції (див. рис. 1.1,

п. 1.1) та валютної інтернаціоналізації (див. рис. 1.10, п. 1.2), варто виділити такі складові процесів регіонального використання валют:



**Рис. 1.17. Діаграма Ейлера для складових валютної інтеграції**

*Джерело:* сформовано автором.

- валютна регіоналізація як спонтанний (в сенсі ринково-індукований) процес формування певної традиції використання національних та іноземних валют в окремому регіоні<sup>195</sup>. Враховуючи значний рівень залежності валютних відносин від нормативно-інституційного сектору держави / регіону, категорія валютної регіоналізації охоплює порівняно вузькі аспекти процесів неформальної та фінансової доларизації, а також формування системи криптовалют (до тої міри, до якої криптовалюти відповідають категоріальним критеріям валюти в широкому розумінні);

- валютний регіоналізм як цілеспрямована діяльність регіональних суб'єктів монетарної влади з врегулювання взаємних грошово-кредитних

<sup>195</sup> Трактатування терміну «регіон» наводиться в параграфі 1.1

відносин, мінімізації валютно-курсних ризиків, формування наднаціональних структур тощо;

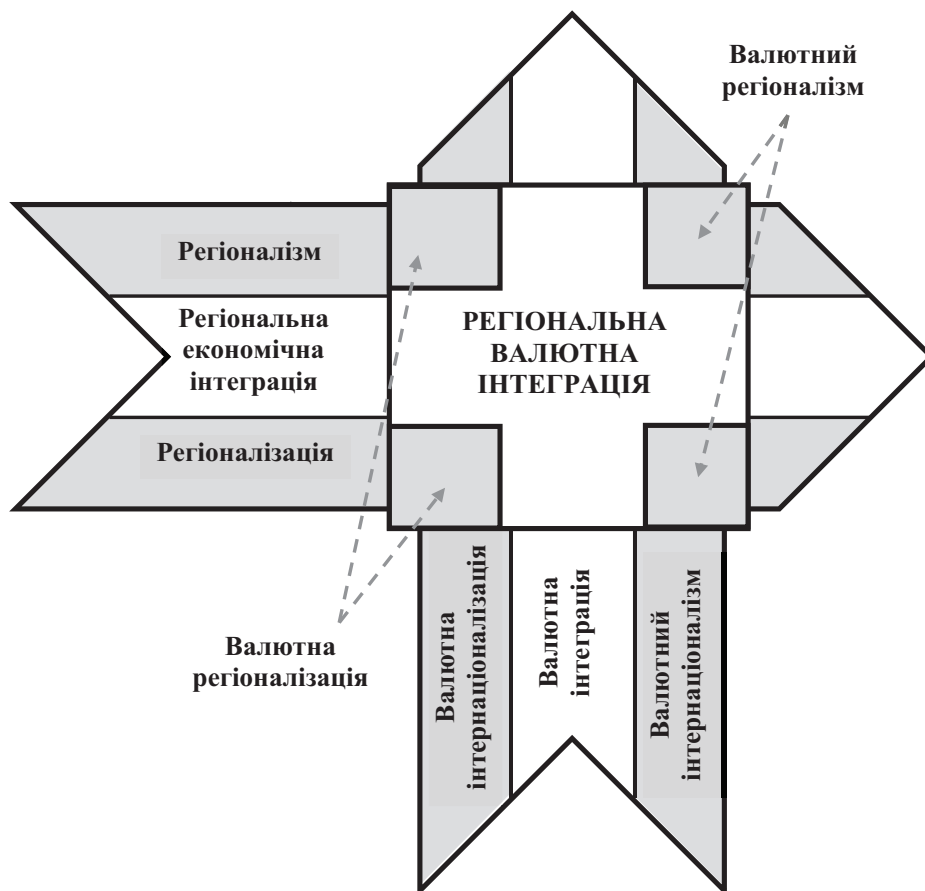
- регіональна валютна інтеграція як одночасне поєднання векторів валютної практики та стратегічної нормативно-інституційної діяльності в грошово-кредитній сфері в певному регіоні.

Зазначений підхід не є загальноприйнятим, однак терміни «валютний регіоналізм»<sup>196</sup> і меншою мірою «валютна регіоналізація»<sup>197</sup>, починаючи з 2000-х рр., поступово починають вводитись у концептуальний мейнстрим у схожому до застосованого нами значення.

Варто зауважити, що у сучасних умовах регіональна валютна інтеграція (на відміну від функціональної) фактично завжди супроводжується чи слідує за регіональною економічною інтеграцією. Причому загальноекономічна інтеграція може бути як фундаментом для подальшої валютної інтеграції (наприклад, у випадку ЄС), так і розвиватись постфактум чи паралельно відносно останньої (африканські валютні союзи). Враховуючи зазначену особливість, вважаємо правомірним розглядати регіональну валютну інтеграцію як одночасне поєднання функціонального виміру валютної інтеграції та регіональної економічної інтеграції (див. рис. 1.18, котрий є агрегацією процесів, зображених на рис. 1.1 та рис. 1.10). Функціональний вимір валютної інтеграції, котрий на ілюстрації перебуває вище регіоналізму, можна вважати таким, що символізує можливість досягнення валютного мультилатералізму – глобальної уніфікації валют чи принаймні гармонізації валютно-курсних політик держав світу.

<sup>196</sup> Dieter H. Monetary Regionalism: Regional Integration Without Financial Crises. Scholarly Paper. Rochester, NY: Social Science Research Network, 1 May 2000. URL: <https://papers.ssrn.com/abstract=229812>; Dieter H. The Advancement of Monetary Regionalism in East Asia. *New Issues in Regional Monetary Coordination*. London: Palgrave Macmillan, 2006. P. 188–219. URL: [https://doi.org/10.1057/9780230502444\\_10](https://doi.org/10.1057/9780230502444_10); Metzger M. *New Issues in Regional Monetary Coordination: Understanding North-South and South-South Arrangements*. Springer, 2005. 248 p.; Lin C. L., Rajan R.S. The Economics and Politics of Monetary Regionalism in Asia. *ASEAN Economic Bulletin*. 2001. Vol. 18. No 1. P. 103–118.

<sup>197</sup> Abinader J. R. *One World Currency: the Globe*. New York: University Press of America, 2014. 120 p. Katada S. N. Japan and Asian monetary regionalisation: cultivating a new regional leadership after the Asian financial crisis. *Geopolitics*. 2002. Vol. 7, No 1. P. 85–112.



**Рис. 1.18. Онтологія процесів регіональної валютної інтеграції**  
сформовано автором.

Важливим моментом як функціональної, так і регіональної валютної інтеграції, є вибір режиму валютного курсу. Дилема вибору набула особливої актуальності для країн, що розвиваються, в умовах загострення фінансової та грошово-кредитної волатильності.

До середини 1980-х рр. у середовищі провідних фінансових регуляторів та аналітиків сформувалась думка, що «наздоганяючим» економікам варто дотримуватись «проміжних» режимів керованих курсів валют (дещо згодом цей принцип увійшов до переліку із 10 приписів, відомих за назвою

«Вашингтонський консенсус» (англ. «*Washington Consensus*»)<sup>198</sup>, та рекомендувався до застосування, в тому числі для постсоціалістичних перехідних економік). Вважалось, що такий тип режимів дисциплінуватиме центральні банки і не допускати перевищення 10%-го рівня інфляції, однак дуже швидко ідеологія була дискредитована (насамперед валютною кризою в Мексиці в 1994 р.)<sup>199</sup>.

Дебати тривалий період продовжували розвиватись у площині т. зв. біполярного підходу (англ. «*bipolar view*»), який, зрештою, завершився «новим консенсусом» наприкінці 1990-х рр. і окреслився в рекомендаціях МВФ обирати між двома крайнощами: або режимом вільного плавання, або жорсткої фіксації валютного курсу, але не обмежуючи при цьому трансакції капітального рахунку платіжного балансу<sup>200</sup>. Зазначений консенсус отримав назву «(дво-)кутового рішення» (англ. «*two-corner solution*») і ґрунтувався на досвіді, отриманому протягом низки фінансових криз другої половини 1990-х рр. (Азійської кризи 1997–1998 рр., криз у Росії 1998 р. та Бразилії 1998–1999 рр.). Спільною рисою обох режимів є «автоматичність» пристосувань до ринкових умов без особливого втручання монетарного суб'єкта.

Спектр проміжних і кутових режимів валютного курсу наведений на рис. 1.19. Однак виявилось, що економічні реалії не зовсім вписуються в чіткі рамки кутової перспективи. По-перше, історичний досвід засвідчив, що кутові та проміжні рішення взаємопов'язані між собою: офіційний режим вільного плавання на практиці «приправлений» доволі регулярними випадками валютних інтервенцій, а відмінності між режимами «м'якої» та «жорсткої» прив'язки не

<sup>198</sup> Щоб бути точним, в оригіналі йшлося про «конкурентний курс валют», але в пізніших роз'ясненнях основний ідеолог Вашингтонського консенсусу Дж. Вілліамсон уточняв, що він мав на увазі саме проміжні режими: Williamson J. A Short History of the Washington Consensus. *Law Bus Rev Am*. 2009. Vol. 15. P. 7.

<sup>199</sup> Журавка Ф. О. Методологічні підходи до класифікації режимів валютних курсів Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: Збірник наукових праць. Суми: УАБС НБУ, 2007, С. 82–89.

<sup>200</sup> Berg A., Mauro P., Mussa M., Swoboda A., Jadresic E., Masson P. Exchange Rate Regimes in an Increasingly Integrated World Economy. *IMF Occasional Paper. International Monetary Fund 2000*: August 10, 2000. URL: <https://econpapers.repec.org/paper/imfifmofcp/193.htm>; Fischer S. Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct? *Journal of Economic Perspectives*. 2001. Vol. 15, No 2. P. 3–24.



завжди чітко простежуються (це стало причиною виокремлення де-факто та де-юре режимів у звітах МВФ та загального перегляду класифікації режимів у 2009)<sup>201</sup>. По-друге, проблемним питанням є сама класифікація режимів валютного курсу – масив наукової літератури присвячений різним підходам до їх таксономії відповідно до потенційного впливу на економічні показники (огляд наводиться в праці Е. Леві-Єяті та Ф. Штурценеггера<sup>202</sup>; однією із останніх розробок у цьому напрямі є дослідження М. Бліні, М. Тіана та Л. Їна<sup>203</sup>). Характеристика сучасних типів та видів валютно-курсівих режимів, виокремлених за методикою МВФ, наведена в Додатку А.



**Рис. 1.19. «Проміжні» та «кутові» режими валютних курсів**

Джерело: систематизовано автором за: Mühlich L. Advancing Regional Monetary Cooperation: The Case of Fragile Financial Markets. Springer, 2014.

Кутове рішення, як і проміжний консенсус, не стало довготривалою ідеологією глобальної монетарної спільноти. Дуже швидко фахівці з МВФ почали обережно заявляти, що жоден із режимів валютного курсу не є панацеєю

<sup>201</sup> International Monetary Fund. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions. Washington, 2016. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/Annual-Report-on-Exchange-Arrangements-and-Exchange-Restrictions/Issues/2017/01/25/Annual-Report-on-Exchange-Arrangements-and-Exchange-Restrictions-2016-43741>.

<sup>202</sup> Levy-Yeyati E., Sturzenegger F. (The Effect of) Monetary and Exchange Rate Policies (on Development). *Business School Working Papers*. Universidad Torcuato Di Tella, 2009. URL: <https://ideas.repec.org/p/udt/wpbsdt/2009-03.html>.

<sup>203</sup> Bleaney M. F., Tian M., Yin L. De Facto Exchange Rate Regime Classifications: An Evaluation. *Open Economies Review*. 2017. Vol. 28, No 2. P. 369–382. DOI: <https://doi.org/10.1007/s11079-016-9427-7>.

для всіх випадків та всіх членів<sup>204</sup>, хоча із середини 2000-х рр. спостерігається неявна підтримка гнучких курсів валют<sup>205</sup>, яка, щоправда, після кризи 2008-го р. супроводжується активною дискусією про доцільність повернення до перехідних режимів із селективним регулюванням рахунка капіталів для країн, що розвиваються<sup>206</sup>.

Проте, враховуючи об'єкт нашого дослідження, «кутовий консенсус» викликає інтерес, оскільки ми розглядатимемо «фіксований кут» як приклад валютної інтеграції відповідно до валютних режимів. Отже, в спрощеному вигляді, до валютної інтеграції ми зараховуватимемо процеси формування валютних союзів, валютних рад і доларизацію, які переважно закріплені як офіційні валютні режими (хоч, наприклад, МВФ не виокремлює валютний союз в окремий валютний режим). Із такою точкою зору погоджуються не всі дослідники (сумнів викликає переважно односторонній характер доларизації та валютної ради), однак ми вважаємо, що валютна уніфікація чи жорстке законодавче закріплення курсу валют є виявами саме валютного аспекту інтеграції, проте можуть і не свідчити про прагнення до подальшої загальноекономічної співпраці чи інтеграції.

Питання вибору валютно-курсного режиму поступово підводить до необхідності розгляду процесів регіональної валютної інтеграції. Регіональний вимір фіксованих і проміжних режимів курсів валют у загальній системі координат найбільш вдало, на наш погляд, висвітлено в дослідженні А. Бенессі-Кері та Б. Кюрі<sup>207</sup>. Традиційний «двокутовий» аналіз акцентує увагу на

---

<sup>204</sup> Köhler H. New Challenges for Exchange Rate Policy, Remarks by the Managing Director of the International Monetary Fund at the Asia- Europe (ASEM) Meeting of Finance Ministers. URL: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/sp011301> (Last accessed: 30.07.2017).

<sup>205</sup> International Monetary Fund. Inflation Targeting and the IMF. Washington, DC, 2006. URL: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2006/031606.pdf>.

<sup>206</sup> Blanchard O., Dell'ariccia G., Mauro P. Rethinking Macroeconomic Policy. *Journal of Money, Credit and Banking*. 2010. No. 42. P. 199–215. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1538-4616.2010.00334.x>; Ostry J. D., Ghosh A.R., Korinek A. Multilateral Aspects of Managing the Capital Account. *International monetary fund*, 2012. 57 p. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/Staff-Discussion-Notes/Issues/2016/12/31/Multilateral-Aspects-of-Managing-the-Capital-Account-26239>.

<sup>207</sup> Bénassy-Quéré A., Coeuré B. Big and Small Currencies: The Regional Connection. CEPII, 2000. P. 22-24. URL: <https://pdfs.semanticscholar.org/5513/4229547d20bcfbcd7a3c3bdc1a73a6d8136e.pdf>.

важливості зобов'язань монетарної та політичної влади в рамках певного валютного режиму, тоді як названі дослідники додатково розглядають ще два критерії, які загалом формують «восьмикутову» перспективу (англ. «*eight corner solutions*»). Отже, запропонована авторами система координат базується на трьох мірилах:

1. Наявність / відсутність зовнішнього монетарного якоря. У разі прив'язки курс національної валюти негайно слідує за однозначним і наглядним сигналом (на відміну від інфляційного таргетування, яке може ґрунтуватись на суперечливій методології з відстаючими в часовому вимірі індикаторами<sup>208</sup>), що за сприятливих умов забезпечує цінову та загально-фінансову стабільність. Однак ефективність фіксованого номінального курсу валют на практиці виявилась перебільшеною: по-перше, прив'язка не завжди є гарантією цінової стабільності<sup>209</sup>; по-друге, низка криз фіксованих курсів валют, які спалахували одна за одною у 1990-х рр., продемонстрували значний моральний ризик, що характерний для таких режимів. Відповідно дослідники поступово визначають щораз нові умови несумісності фіксованих валютних курсів із певними макроекономічними реаліями: надто мінливі фундаментальні індикатори (наприклад, непомірно зростаючий внутрішній кредит), чутливість до змін ринкових очікувань, нестабільний платіжний баланс, проблеми з ліквідністю і т. ін.<sup>210</sup>.

2. Рівень зобов'язань. Тривалий проміжок часу економісти вважали, що фіксовані режими приречені на провал, якщо вони не підкріплені міцними інституційними зобов'язаннями, як у разі валютних рад<sup>211</sup>. Проте переваги та недоліки валютних рад (будуть детальніше розглядатись в наступних

---

<sup>208</sup> Курс іноземної валюти іноді називають зовнішнім монетарним якорем чи таргетом, тоді як рівень інфляції є прикладом внутрішнього.

<sup>209</sup> Masson P. R. Monetary and Exchange Rate Policy of Transition Economies of Central and Eastern Europe after the Launch of EMU. International Monetary Fund, 1999. 28 p.

<sup>210</sup> Bénassy-Quéré A., Coeuré B. Big and Small Currencies: The Regional Connection. CEPII, 2000. P. 22. URL: <https://pdfs.semanticscholar.org/5513/4229547d20bcfbcd7a3c3bdc1a73a6d8136e.pdf>

<sup>211</sup> Schuler K. Currency boards and dollarization, 10 March 2012. URL: <https://web.archive.org/web/20120310130618/http://www.dollarization.org/> (Last accessed: 07.07.2017).

параграфі) роблять даний режим підходящим переважно для малих нединамічних економік чи для відновлення репутації центральних банків-банкротів після випадків гіперінфляції чи запровадження нової валюти<sup>212</sup>. Найвищою мірою втілення другого критерію є повна відмова від національної валюти (доларизація), а отже, позбавлення від остаточних невизначеностей щодо вибору валютного режиму, що може рекомендуватись для малих економік чи з огляду на очікувані вектори інтеграції.

3. Регіональна співпраця. Регіональний вимір валютної інтеграції охоплює широкий спектр зобов'язань, які можуть бути як односторонніми, так і багатосторонніми. Основною спільною рисою є те, що в якості якоря обирається не зовнішній чи внутрішній таргет – натомість таким якорем стають рішення регіональної монетарної політики<sup>213</sup>. Певним винятком із цього широкого правила можна вважати приєднання «малої» економіки до вже існуючого валютного союзу, валюта якого вважатиметься зовнішньою з точки зору нового члена. Останній випадок багато в чому схожий із доларизацією, однак забезпечує новому учаснику право на подальшу обмежену участь у розробці монетарної політики об'єднання.

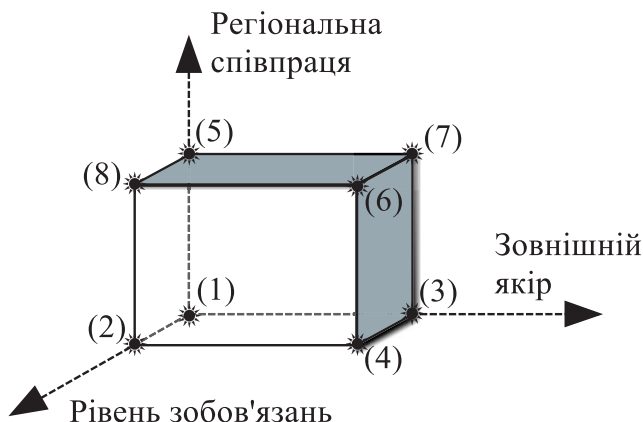
Зазначені три виміри сукупно формують восьмикутову перспективу режимів валютних курсів, наведених на рис. 1.20.

На нашу думку, трьох критеріїв, запропонованих А. Бенессі-Кері та Б. Кюрі, дещо недостатньо для відображення всієї гамми існуючих чи потенційних валютних режимів (особливо регіональних). Вважаємо за доцільне введення четвертого критерію, який відобразатиме наявність/відсутність взаємності та багатосторонності у валютних інтеграційних ініціативах, тобто аспект кооперації/координації інтеграційного процесу.

---

<sup>212</sup> Jadresic E., Masson P., Mauro P. Exchange Rate Regimes of Developing Countries: Global Context and Individual Choices. *Journal of the Japanese and International Economies*. 2001. Vol. 15, No 1. P. 68–101. DOI: <https://doi.org/10.1006/jjie.2000.0463>; Frankel J. A. No Single Currency Regime is Right for All Countries or At All Times. Working Paper. *National Bureau of Economic Research*, September 1999. DOI: <https://doi.org/10.3386/w7338>.

<sup>213</sup> А вже спільним рішенням регіональної політики може бути вибір зовнішнього таргета (як у разі Східнокарибського валютного союзу чи валютних союзів в Африці на основі франків КФА).



**Рис. 1.20. Восьмикутова перспектива валютно-курсових режимів**

*Джерело:* авторська модифікація за: Bénassy-Quéré A., Coeuré V. Big and Small Currencies: The Regional Connection. CEPII, 2000. P. 24 URL: <https://pdfs.semanticscholar.org/5513/4229547d20bcfbcd7a3c3bdc1a73a6d8136e.pdf>

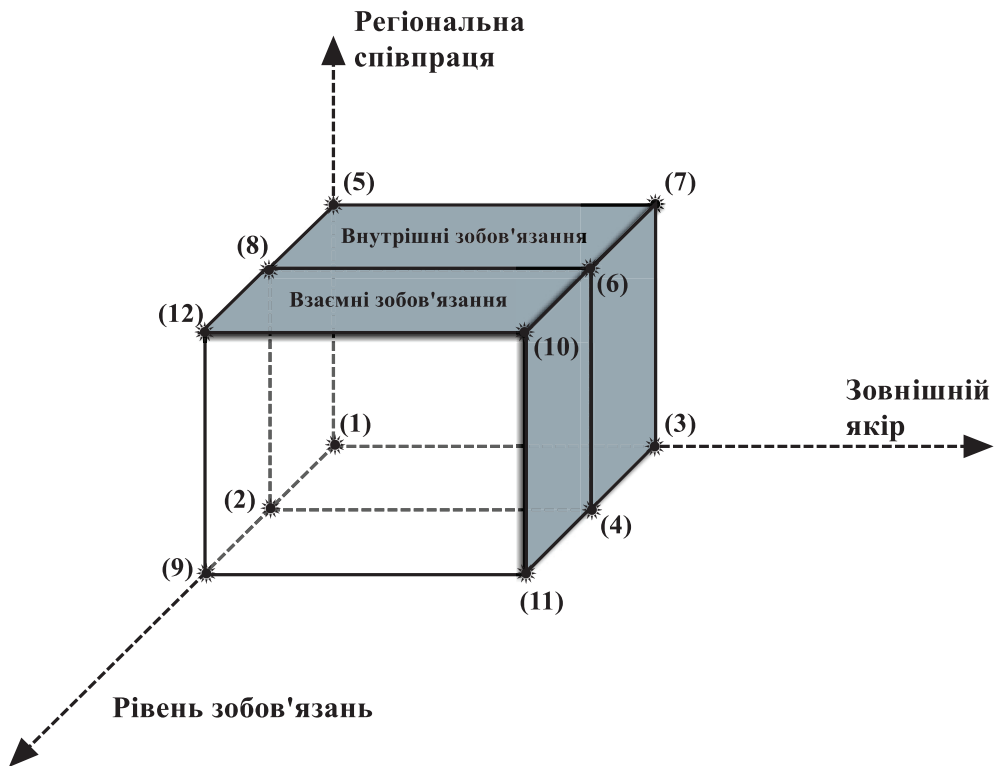
На важливості взаємності в процесі регіональної інтеграції акцентували й інші дослідники. Так, Б. Коен називав проміжні та фіксовані валютно-курсові режими, що ґрунтуються на дво- чи багатосторонніх регіональних угодах, виявом горизонтальної валютної інтеграції, на противагу вертикальній, яка є односторонньою ініціативою <sup>214</sup>.

Візуально четвертий вимір можна представити з допомогою поділу осі координат, що відображає зобов'язання, на дві частини – перша, як і у 8-кутовій перспективі, відповідатиме за «жорсткість» зобов'язань та складність і високу вартість виходу із режиму, а друга – за рівень взаємності інтеграційного процесу (тобто робиться припущення про те, що багатостороння монетарне об'єднання апріорі характеризується високим рівнем інституційної та нормативної забезпеченості, що може бути не в усіх випадках абсолютно справедливим, однак все-таки візуально більш наглядно, ніж розгляд 4-вимірного простору<sup>215</sup>). У результаті, на зміну восьмикутової ми пропонуємо розглянути дванадцятикутову перспективу, що точніше передає характер валютних режимів (рис. 1.21). Слід

<sup>214</sup> Cohen B. J. The Future of Money. Princeton. N.J.: Princeton University Press, 2006. 320 p.

<sup>215</sup> Альтернативною візуалізацією може бути присвоєння векторам у 8-кутовій перспективі додаткових бульових індексів «+» чи «-» залежно від наявності чи відсутності взаємного характеру зобов'язань (інтенсивність процесів можна також відобразити з допомогою шкали «+», «++», «+++»).

зауважити, що, як і у 8-кутовій перспективі, в нашому випадку деякі кути будуть теоретично малоімовірними (наприклад, 8-й та 9-й).



**Рис. 1.21.** Дванадцятикутова перспектива валютно-курсних режимів

*Джерело:* сформовано автором.

Для більшої наглядності розглянемо кожен із зазначених векторів окремо:

1. Відсутність зовнішнього якоря, валютних зобов'язань і регіональної валютної співпраці – така сукупність критеріїв властива передусім режиму вільного плавання і меншою мірою режиму керованого плавання. За станом на сьогодні, тільки долар США можна, з певною натяжкою, назвати валютою, для якої типовий режим є суто індивідуального ринкового плавання. Хоча близьким до нього (із певним зміщенням за 3-м вектором) був валютний режим в Україні в 2013–2016 рр.

2. Високий рівень інституційних зобов'язань, відсутність зовнішнього якоря та регіональної валютної співпраці – характерні для гнучких режимів із

певним внутрішнім якорем, як наприклад, інфляційне таргетування (Японія, Канада, Австралія, Польща, Україна з 2017 р.) чи таргетування за обсягом грошових агрегатів (англ. «*monetary aggregate target*») (Мадагаскар, Мозамбік, Сейшельські острови).

3. Наявність зовнішнього якоря за відсутності жорстко закріплених зобов'язань – типові проміжні режими «м'якої» прив'язки курсу валют у двокутовій моделі (Саудівська Аравія, ОАЕ, Ірак).

4. Наявність зовнішнього інституційно закріпленого якоря в географічно-гетерогенних об'єднаннях – ознаки характерні для режиму валютної ради (Гонг-Конг, Джибуті).

5. Високий рівень регіональної співпраці за умов відсутності зовнішнього якоря та із низьким рівнем зобов'язань – такий кут не має валютно-курсowego режиму-аналога і відображає наміри монетарного суб'єкта спростити валютні операції в регіоні, не беручи на себе особливих далекоглядних зобов'язань. Важко назвати яскраво вираженого представника цього вектору. Віддаленим прикладом є Швейцарія з її традиційною автономністю, але одночасною участю у розбудові окремих аспектів пан-європейської платіжної системи (як TARGET2-Securities і т. ін.).

6. Наявність зовнішнього інституційно закріпленого якоря в географічно близьких об'єднаннях (гравітаційний характер об'єднань) – це широка категорія, куди тяжіють режими валютної ради (Болгарія, Боснія та Герцеговина) та односторонньої доларизації (Косово, Чорногорія) у країнах, що є територіально близькими до емітента якірної валюти. А. Бенессі-Кері та Б. Кюрі у 8-кутовій моделі до аналогічного кута зарахували Грецію як маргінального члена Європейського економічного та валютного союзу з її постійними погрозами «грекзіту»<sup>216</sup>.

---

<sup>216</sup> Bénassy-Quéré A., Coeuré B. Big and Small Currencies: The Regional Connection. CEPII, 2000. P. 24. URL: <https://pdfs.semanticscholar.org/5513/4229547d20bcfbcd7a3c3bdc1a73a6d8136e.pdf>.

7. Регіональна співпраця на основі зовнішнього якоря за відсутності жорстких зобов'язань – випадок «м'якої» прив'язки до валюти, яка емітується регіональним лідером (Чехія 2014–2016-х рр., Хорватія).

8-9. Де-факто малоймовірні випадки.

10. Наявність зовнішнього інституційно закріпленого якоря в географічно близьких державах на фундаменті взаємних регіональних домовленостей. Можна навести кілька прикладів: доларизація, узгоджена з емітентом якірної валюти (Андорра, Монако); жорстка прив'язка до зовнішнього якоря в рамках валютного союзу (Східнокарибський валютний союз, Зони центральноафриканського і західноафриканського франка); випадок Данії, котра бере участь в ERM-II, зберігаючи національну валюту.

11. Використання зовнішнього якоря на взаємоузгоджених умовах географічно віддалених суб'єктів монетарної політики. Як близький приклад можна назвати Зону тихоокеанського франка КФП. На проміжку між 4-м і 11-м кутом знаходяться деякі випадки нерегіональної офіційної доларизації (Зімбабве до 2017 р. з декількома офіційними валютами, Мікронезія і т. ін.).

12. Інституційно закріплена регіональна валютна інтеграція без зовнішнього якоря – типовим прикладом, що відповідає цим критеріям, є Європейський економічний та валютний союз ЄС.

Отже, валютні режими у 12-кутовій системі координат, як і в разі 2- і 8-кутових рішень, не завжди чітко орієнтовані щодо кутів перспективи. Більшість із них візуально можна відобразити як певний вектор тяжіння або як розмитий внутрішній ареал.

Регіональні форми валютно-курсних режимів можуть стати основою (будучи при цьому далеко не єдиними чинниками) як регіональної валютної інтеграції, так і регіональної валютної співпраці.

Основною ланкою валютної співпраці/інтеграції можна вважати регіональні валютні об'єднання (РВО; англ. «*regional monetary arrangements*»). Однак теоретичний доробок, присвячений типології РВО, не вирізняється



особливою чисельністю та різноманіттям, якщо порівнювати із дослідженнями регіональних торговельних об'єднань (РТО).

У більш ранніх дослідженнях<sup>217</sup>, вслід за Р. Едвардсом<sup>218</sup>, визначають три типи РВО: регіональні платіжні угоди (англ. «*regional payments agreements*»); угоди з фінансуванню платіжних балансів (англ. «*agreements for balance of payments financing*») та валютні союзи.

Г. Дітер<sup>219</sup> пропонує чотири типи РВО: регіональний фонд ліквідності (англ. «*regional liquidity fund*») як система кредитних ліній чи своп-угод; регіональна монетарна система (англ. «*regional monetary system*»), що являє собою об'єднання держав із колективною прив'язкою курсів валют; економічний та валютний союз; політичний союз (останні два не відрізняються від РТО із аналогічною назвою).

У даному дослідженні до регіональної валютної співпраці ми будемо відносити сукупність усіх форм валютної взаємодії, кооперації та координації (протоінтеграції) (наводились на рис. 1.16), які базуються на взаємних домовленостях і стосуються географічноблизьких монетарних суб'єктів. Регіональна валютна співпраця може базуватись на проміжних типах взаємних режимів валютного курсу (наприклад, через введення меж допустимих коливань курсів валют, сигнальних курсів, двосторонніх інтервенцій і т. ін.), а може набувати характеру регіональних пулів ліквідності, своп-домовленостей, формального чи неформального монетарного діалогу без окремого валютно-курсowego режиму. Учасники співпраці домовляються не лише про способи оптимізації рішень національних грошово-кредитних політик щодо протидії внутрішнім шокам, а й щодо спільної оптимізації антишокового протоколу для регіону загалом. Однак залежно від форм та глибини регіональної валютної

---

<sup>217</sup> Chang R. Regional monetary arrangements for developing countries, 2000.

<sup>218</sup> Edwards, R.W. International Monetary Collaboration. *Verfassung in Recht Und Übersee*. 1986. Vol. 19, No 4. P. 500–501. DOI: <https://doi.org/10.5771/0506-7286-1986-4-500>.

<sup>219</sup> Dieter H. Monetary Regionalism: Regional Integration Without Financial Crises. Scholarly Paper. Rochester, NY: Social Science Research Network, 1 May 2000. URL: <https://papers.ssrn.com/abstract=229812>.

співпраці необхідність прийняття спільних монетарних політичних рішень є опціональною і залежить від бажання та здатності учасників гармонізувати та координувати регіональну політичну структуру<sup>220</sup>. Зазначені форми валютної співпраці між державами можна об'єднати за назвою «валютний мінілаторалізм».

Регіональна валютна інтеграція ж, на відміну від співпраці, передбачає створення валютно-курсового союзу, тобто жорсткої фіксації валютного курсу в межах територіального об'єднання. Такий підхід не є загальноприйнятим, адже деякі дослідники<sup>221</sup> мінімальним критерієм регіональної валютної інтеграції вважають формування саме валютного союзу, тобто введення спільної валюти. В нашому дослідженні ми розглядатимемо валютний союз вищою (але не єдиною) формою регіональної валютної інтеграції.

Аналізуючи рівень інтеграції, можна зауважити, що в економічній літературі поширені неоднозначні та взаємонеузгоджені назви різних сучасних та історичних форм регіональних валютних інтеграційних об'єднань. Не ставлячи за мету їх систематизацію (такі спроби здійснені в дисертаційному дослідженні Д. Казарінова<sup>222</sup>) і не претендуючи на канонічність, зазначимо лише, що в даній роботі ми використовуватимемо такі основні трактування:

1. «Валютний блок» – це економічна територія, що об'єднує держави із валютами, курси яких «м'яко» чи «жорстко» прив'язані до єдиної валюти-лідера (чи спільної валюти). Також «валютний блок» – це історична назва 3-х валютних альянсів, що існували в 1930-х рр. (доларового, стерлінгового та золотого).

2. «Валютна зона» – це об'єднання держав із жорсткою прив'язкою курсів національних валют до валюти-лідера (тобто «валютна рада» + «доларизація» + «валютний союз», або власне географічний вимір валютної інтеграції). Також

---

<sup>220</sup> Mühlich L. Advancing Regional Monetary Cooperation: The Case of Fragile Financial Markets. Berlin: Springer, 2014. P. 36-37.

<sup>221</sup> Mühlich L. Advancing Regional Monetary Cooperation: The Case of Fragile Financial Markets. Berlin: Springer, 2014. 318 p.

<sup>222</sup> Казарінов Д. В. Валютне Регулювання в Україні в Процесі Регіональної Валютної Інтеграції: дис. ... канд. ек. наук: 08.00.08 /Українська академія банківської справи НБУ, 2013. С. 32.

«валютна зона» – історична назва 6-ти валютних об'єднань, що виникли під час або після Другої світової війни, частина з яких існує і по сьогодні.

3. «Спільна валютна зона» – це територія із єдиною (спільною) офіційною валютою (тобто регіональний аспект валютної уніфікації). Слід відмітити, що часто термін «спільна валютна зона» використовується як синонім до валютного союзу, однак ми вживатимемо цей термін у ширшому значенні (як «валютний союз» + «офіційна доларизація»), дотримуючись логіки автора терміну Р. Мандела та інших дослідників<sup>223</sup>.

4. «Валютний (монетарний) союз» – це об'єднання із спільною ефективною валютою та спільною монетарною політикою<sup>224</sup>.

Окрім наведених чотирьох основних типів регіональних структур, виокремимо також ширшу структуру – територію (зону) валютного впливу. До цього типу структур будемо зараховувати держави, в яких окрема іноземна валюта виконує суттєву частину функціоналу національної грошової одиниці (тобто держави із високим рівнем неформальної доларизації). Незважаючи на деяке зловживання цим терміном на російських політично-пропагандистських ресурсах, він дає змогу відстежити реальну гегемонію конкретних провідних валют всупереч офіційному валютно-курсовому режиму.

У табл. 1.8 демонструється авторська класифікація етапів регіональної валютної інтеграції, складеної *a la* Б. Балаша.

До цього моменту ми розглядали дещо «рафіновану» регіональну валютну інтеграцію окремо від інших економічних процесів у регіоні. Однак на практиці чиста регіональна валютна інтеграція (особливо взаємна) є нетиповою, на відміну від функціональної валютної інтеграції.

<sup>223</sup> Mundell R. A Theory of Optimum Currency Areas. *The American Economic Review*. 1961. Vol. 51, No. 4. P. 657–665; Rose A. K. Common Currency Areas in Practice. In *Bank of Canada Conference*. Ottawa, 2000. URL: <http://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2010/08/rose.pdf>.

<sup>224</sup> Ширше критерії валютного та монетарного союзів будуть висвітлені в п. 2.3.

Таблиця 1.8

**Таксономія регіональних валютних об'єднань**

	Виконання іноземною валютою частини функціоналу національної	М'яка прив'язка курсу валют до лідера	Жорстка прив'язка курсу валют до лідера	Одностороння уніфікація валют	Єдина ефективна валюта, гармонізація монетарної політики
Територія (зона) валютного впливу	+	+	+	+	+
Валютний блок		+	+	+	+
Валютна зона			+	+	+
Спільна валютна зона				+	+
Валютний (монетарний) союз					+

*Джерело:* складено автором.

Загалом можна виокремити декілька «кейсів» як функціональної, так і регіональної валютної інтеграції, які найчастіше виникають в економічних реаліях:

1. Функціональна чи регіональна валютна інтеграція як продовження історичних відносин типу «метрополія-колонія». Валюта колишньої метрополії при цьому стає якорем або офіційним чи паралельним платіжним засобом в постколоніальному утворенні (прикладом такої інтеграції є коронні землі Великої Британії, зона франка в Африці та Полінезії та ін.).

2. Одностороння (переважно функціональна) валютна інтеграція країн-банкротів після тривалих періодів гіперінфляції та фінансової нестабільності (Зімбабве, Еквадор, періодично Аргентина).

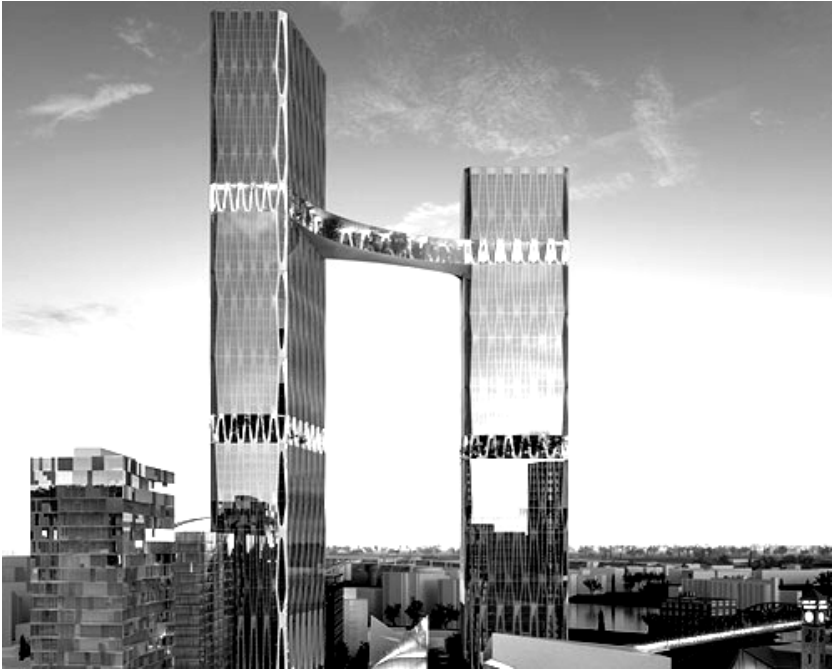
3. Одностороння чи узгоджена валютна інтеграція малих та мікро-економік із ключовими світовими валютними емітентами (Джибуті, Панама);

4. Гравітаційна регіональна валютна інтеграція держави із основними торговельними партнерами в регіоні (Ліхтенштейн, Болгарія).

5. Митний та валютний союз – об'єднання держав із єдиною валютою але не надто високим рівнем загальноекономічної інтеграції (Східнокарибський валютний союз, зони франка).

6. Економічний та валютний союз – валютна інтеграція учасників, що тривалий період перебувають у різних формах торговельних та економічних альянсів і досягнули глибокого рівня інтеграції в різних секторах економічної діяльності (ЄЕВС).

Таким чином, процеси регіональної валютної інтеграції паралельно із загальноекономічною регіональною інтеграцією формують каркас сучасного світового просторового «хаотичного порядку» (англ. «*chaord*»). Світова монетарна мапа, накладаючись на геополітичні та гео економічні контури, детермінує розподіл сил серед глобальних гравців. Найменша економічна чи політична зміна «статусу-кво» відразу імпульсом передається через надчутливу валютно-фінансову систему і, зрештою, зумовлює фундаментальні зрушення в економічних комплексах держав-учасниць.



## **Розділ 2**

# **ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ ФОРМУВАННЯ ТА РОЗВИТКУ РЕГІОНАЛЬНОЇ ВАЛЮТНОЇ ІНТЕГРАЦІЇ**

---

---

## 2.1. Валютна інтеграція в умовах режиму валютної ради

У попередньому розділі розглянуто концептуальні засади регіональної валютної інтеграції та запропоновано включити до її каркасу три альтернативні режими валютного курсу: валютну раду, доларизацію та валютний союз. У цьому розділі ми більш детально зупинимось на засадничих принципах функціонування кожного із даних режимів (п. 2.1–2.3). Останній параграф розділу (п. 2.4) буде присвячений основним віхам та векторам розвитку теорії регіональної валютної інтеграції (переважно з ув'язкою до теорії оптимальних валютних зон), котра найкраще моделює особливості функціонування валютних союзів, однак фрагментарно може пояснювати перебіг економічних процесів за умов інших валютно-курсів режимів.

Огляд режимів валютного курсу відбуватиметься в порядку зростання інтенсивності процесів валютної інтеграції в їх рамках і міститиме як онтологічні, так і гносеологічні ракурси. Розгляд ми розпочнемо із режиму валютної ради, котрий не передбачає можливості валютної уніфікації в принципі.

Історичний досвід функціонування валютних рад (а вперше їх принципи почали використовуватись із середини XIX ст. у Маврикію – на той період острівній колонії Великої Британії) пропонує три теоретичні підходи до їх трактування:

1. Як інститут (чи елемент фінансових інститутів). Так, більш ранні трактування валютної ради розглядають її як інститут, що емітує грошову одиницю (банкноти, монети, а іноді і депозити), яка повністю забезпечена іноземною валютою і конвертується до цієї якірної валюти<sup>225</sup> за фіксованим курсом<sup>226</sup>. Із інституційної точки зору, режим валютної ради може розглядатись

---

<sup>225</sup> Чи до золота в минулому. Взагалі режим валютної ради досить схожий за принципом функціонування до золотого стандарту.

<sup>226</sup> Hanke S. H., Schuler K. Currency Boards for Developing Countries: A Handbook. San Francisco, Calif: Ics Pr, 2015. 120 p.

як певний аналог центрального банку<sup>227</sup> (незалежно від його назви) та сукупності його взаємовідносин із комерційними банками, фінансовими установами й урядом, які здійснюються за чітко детермінованими принципами, що не можуть бути змінені чи ігноровані за жодних умов. Важливим моментом є те, що валютна рада та принципи її функціонування закріплені на нормативному рівні (в тому числі на основі угод з емітентом якірної валюти).

2. Як механізм певного монетарного устрою. Валютну раду можна розглядати як механізм контролю за пропозицією грошей через взаємодію трьох елементів: валютних резервів держави, курсу прив'язки до валюти-якоря, кількості грошової маси в обігу.

3. Як окремий тип монетарного устрою чи навіть окрема грошова система<sup>228</sup>.

Протягом останніх двох століть існували різні способи організації валютних рад. В економічній літературі виділяють низку критеріїв так званої «канонічної» чи «класичної» валютної ради (англ. «*orthodox currency board*»). Основні з них наведені на рис. 2.1 і охоплюють такі:

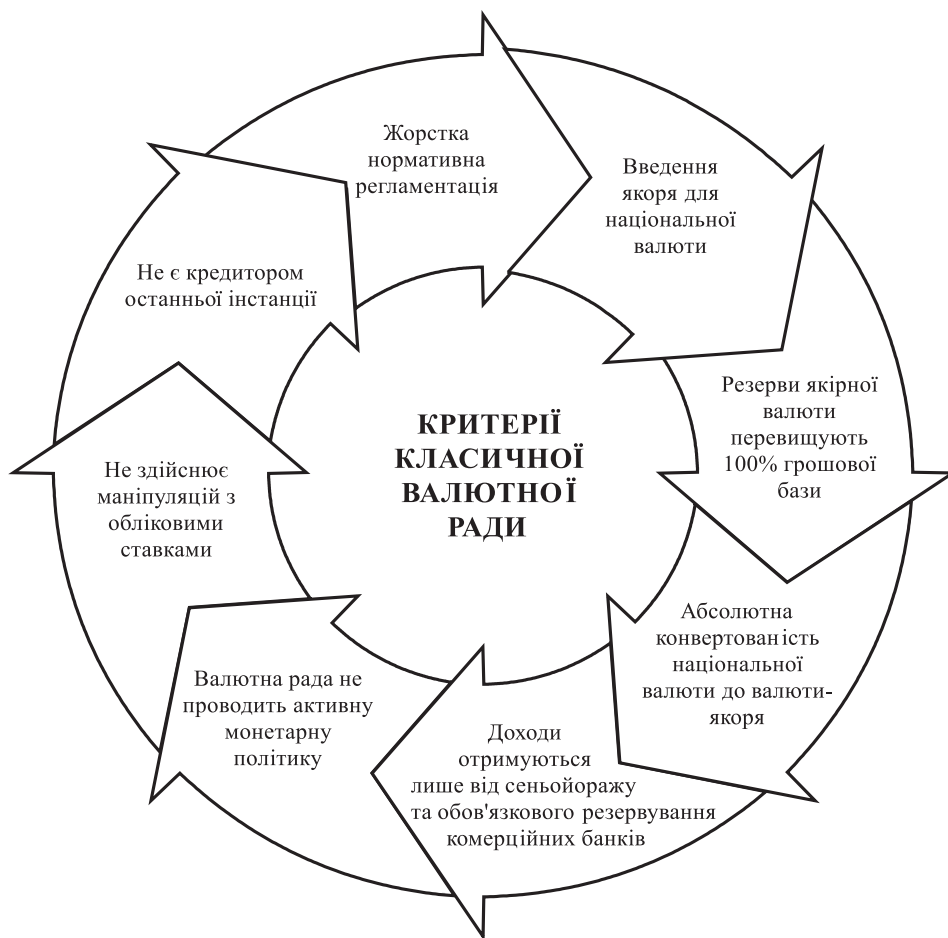
- введення якоря для національної валюти. Дослідники виділяють три підходи до його вибору: прихильники концепції ОВЗ наголошують на важливості синхронізації шоків з емітентом якірної валюти; «адвокати» торговельної та інвестиційної інтеграції вказують у бік національних валют основних торговельних партнерів; 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<sup>229</sup>;

<sup>227</sup> Валютна рада може функціонувати самостійно або паралельно із центральним банком держави (останній випадок, проте, не є типовим). Heakal R. The Currency Board: Understanding The Government's Bank. *Investopedia*. URL: <http://www.investopedia.com/articles/03/051503.asp> (Last accessed: 07.07.2017).

<sup>228</sup> Radkov R. V., Zahariev A. The Currency Board in Bulgaria: Theoretical Reflections and Empirical Results. *SSRN Scholarly Paper*. Rochester, NY: Social Science Research Network, 26 August 2016. URL: <https://papers.ssrn.com/abstract=2830417>.

<sup>229</sup> Wolf H. C., Ghosh A. R., Berger H., Gulde A.-M. Currency Boards in Retrospect and Prospect. *CESifo Book Series*. Cambridge, Mass: MIT Press, 2008. 262p. URL: <http://gen.lib.rus.ec/book/index.php?md5=8B1ABD875B8AE6DC5588A85F5A3595E7>.





**Рис. 2.1. Критерії канонічної валютної ради**

*Джерело:* авторська візуалізація за: Hanke S. H., Schuler K. *Currency Boards for Developing Countries: A Handbook*. San Francisco, Calif: Ics Pr, 2015.

- резерви якірної валюти мають бути достатніми для конвертації загального обсягу всіх банкнот та монет в обігу (а також загальної суми банківських кредитів у резервному рахунку валютної ради). Переважно необхідні валютні резерви оцінювались як 105–110% від грошової бази чи 110–115% від грошового агрегату  $M0$ <sup>230</sup>;

<sup>230</sup> Враховуючи відмінності в законодавстві різних держав, можна спрощено зазначити, що грошова база включає готівку в обігу та резерви комерційних банків в центробанку, тоді як  $M0$  – лише готівку в обігу (хоча, наприклад, у Великій Британії грошова база ідентична  $M0$ ; в США до грошової бази додатково включають кошти в сховищах комерційних банків (англ. «*vault cash*»); в Україні – кошти на кореспондентських та інших рахунках НБУ і т. ін.).

- абсолютна і необмежена конвертованість готівки в національній валюті та валюті-якорі за фіксованим валютним курсом за відсутності обмежень на здійснення операцій за поточним рахунком чи рахунком капіталів<sup>231</sup>;
- валютна рада отримує прибуток лише від процентів за валютними резервами (за вирахуванням витрат на випуск готівки<sup>232</sup>) 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 за мінімальних резервами). Здебільшого чистий дохід валютної ради становить приблизно 1% від річного ВВП держави<sup>233</sup>;
- валютна рада не передбачає ведення 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<sup>234</sup>. Прив'язка до іноземної валюти спричиняє тенденцію до зрівняння процентних ставок та рівня інфляції з емітентом якірної

<sup>231</sup> Канонічна валютна рада не передбачає здійснення повної конвертації депозитів з національної валюти в іноземну – це прерогатива банків і вони здебільшого пропонують таку можливість за скромний відсоток: Schuler K. Currency boards and dollarization, 10 March 2012. URL: <https://web.archive.org/web/20120310130618/> (Last accessed: 07.07.2017).

<sup>232</sup> Ці витрати зазвичай менші 1% вартості активів за рік. Крім того, в разі псування банкнот чи монет у процесі експлуатації чиста вартість емітента зростає, адже зобов'язання зменшуються, тоді як активи залишаються незмінними.

<sup>233</sup> Schuler K. Currency boards and dollarization, 10 March 2012. URL: <https://web.archive.org/web/20120310130618/http://www.dollarization.org/> (Last accessed: 07.07.2017).

<sup>234</sup> Ляшенко В. И. Финансово-регуляторные режимы стимулирования экономического развития: введение в экономическую режимологию. Донецк: НАН Украины, Ин-т экономики пром-сти, 2012. 370 с.

валюти. Винятком є ситуація, коли валютна рада замінює високоінфляційний центральний банк – у цьому разі ціни багатьох товарів є апіорі нижчими у вираженні якірної валюти, тобто після стабілізації слідуватиме певний період наздоганяння, що супроводжуватиметься вищим рівнем інфляції;

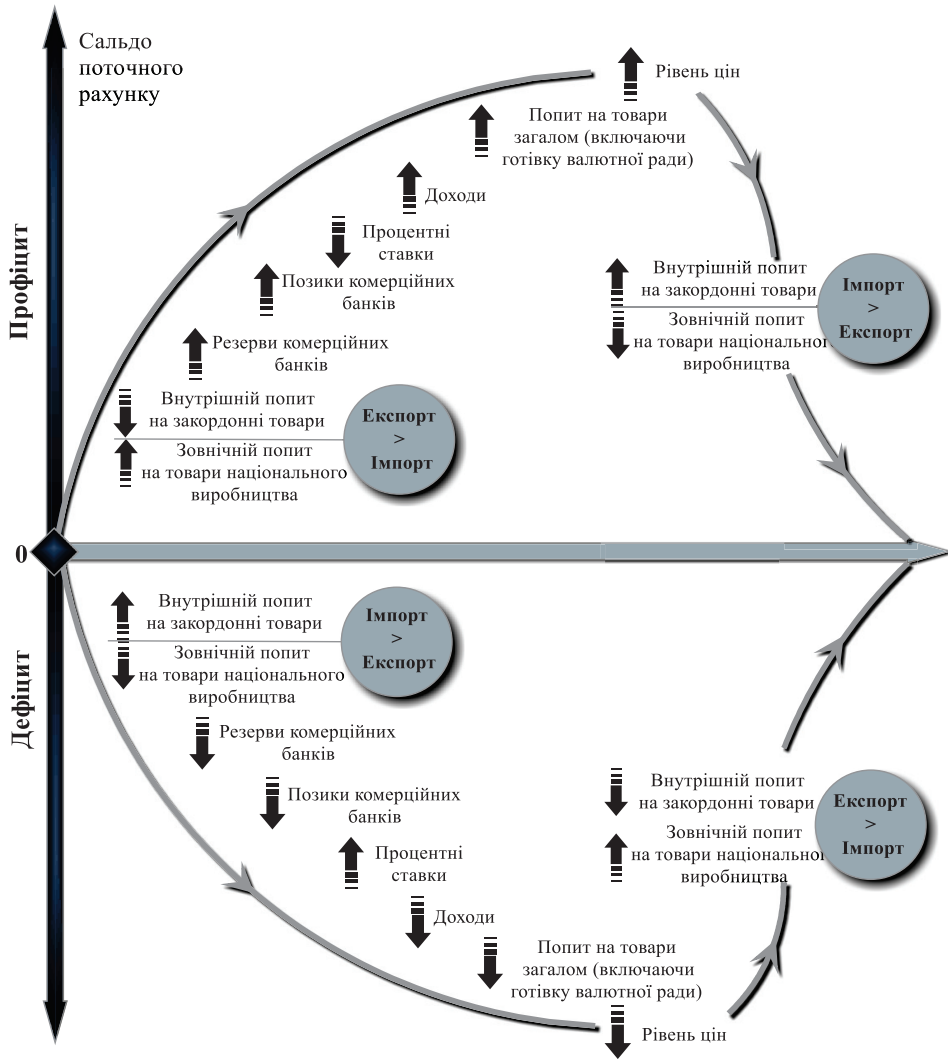
- валютна рада не діє як кредитор останньої інстанції та не передбачає надання «рятувального жилету» для банків у разі кризи. Хоча банкрутства банків доволі рідко зустрічались за умов канонічної валютної ради (на відміну від сучасних прикладів валютних рад)<sup>235</sup>;

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

Враховуючи фіксований курс валют та необхідність 100%+ забезпечення резервів в іноземній валюті, канонічна валютна рада не відіграє активної ролі у визначенні обсягу грошової бази. Аналогічно канонічна валютна рада не впливає на співвідношення між грошовою базою та пропозицією грошей<sup>236</sup>, визначаючи лише резервні вимоги до комерційних банків. Але, разом з тим, пропозиція грошей у канонічній валютній раді достатньо еластична до змін в попиті на ринку товарів та послуг, які впливають на зміни резервів іноземної валюти. Профіцит (дефіцит) поточного рахунка приводить до зменшення (зростання) внутрішніх процентних ставок і відповідно зростання (скорочення) пропозиції грошей, як і обсягу виробництва, рівня доходів та цін. Крім того, за умов фіксованого валютного курсу, зміна процентних ставок приводить до припливу (відпливу) капіталу відповідно до принципів процентного арбітражу, що, зрештою, стає підґрунтям для конвергенції процентних ставок із емітентом якірною валюти. Спрощений механізм балансування поточного рахунку та автоматичного пристосування пропозиції грошей (тобто певний аналог трансмісійного механізму) в умовах валютної ради представлений на рис. 2.2.

<sup>235</sup> Schuler K. Currency boards and dollarization, 10 March 2012. URL: <https://web.archive.org/web/20120310130618/http://www.dollarization.org/> (Last accessed: 07.07.2017).

<sup>236</sup> Готівка в обігу + депозити (спрощено).



**Рис. 2.2. Аналог трансмісійного механізму в канонічній валютній раді**

*Джерело:* авторська візуалізація за: Hanke S. H., Schuler K. Currency Boards for Developing Countries: A Handbook. San Francisco, Calif: Ics Pr, 2015.

Отже, основний принцип механізму автоматичної стабілізації грошової пропозиції у валютних радах (вперше наводиться С. Ханке та К. Шулером<sup>237</sup>) можна сформулювати таким чином: ринкові сили визначають та обмежують обсяг грошової пропозиції за заданого рівня процентних ставок. Допоки очікувана вигода від інвестицій в економіку валютної ради буде вищою, ніж закордоном,

<sup>237</sup> Hanke S. H., Schuler K. Currency Boards for Developing Countries: A Handbook. San Francisco, Calif: Ics Pr, 2015. 120 p.

доти комерційні банки будуть розширювати обсяг позик (а в сучасній економіці саме комерційні банки через систему кредитів/депозитів є основними модифікаторами обсягу грошової маси). Зрештою, комерційні банки розширюють обсяг кредитування до такої міри, що надання нових позик стає менш вигідним порівняно із закордоном – в цей момент комерційні банки припиняють надавати позики і, відповідно, грошова маса більше не зростає.

Зазначений механізм містить низку дискусійних моментів. По-перше, внутрішні процентні ставки тісно пов'язані із процентними ставками в країні-емітенті якірної валюти, хоча не повністю детермінуються ними через необхідність компенсації підвищеного ризику. Премія за ризик (англ. «*risk premium*») залежить не лише від суто національних факторів (ризиків пов'язаних із умовами конвертації, ліквідністю, ймовірністю дефолту), а й від регіональних та глобальних загроз. І якщо локальні ризики певною мірою знаходять своє відображення в макроекономічних індикаторах держави, то зовнішні ризики не обов'язково будуть синхронізованими із характером національного економічного розвитку. Регіональні та глобальні загрози (особливо кризові процеси) можуть ефектом доміно спровокувати «зараження» економіки без будь-яких суттєвих фундаментальних сигналів<sup>238</sup>.

По-друге, зазначений механізм балансування не обов'язково передбачає оперативність коригування дефіциту поточного рахунка платіжного балансу до стійкого рівня. Одним із факторів зниження чи руйнування зв'язку між пропозицією грошей та станом поточного рахунка є приплив прямих іноземних інвестицій. Необхідно також враховувати, що в сучасних умовах мобільність капіталу переважно перевищує товарооборот між державами, а отже, динаміка потоків капіталу може повністю «приглушити» сигнальні імпульси поточного рахунка. Разом з тим трансакції за поточним та капітальним рахунком можуть бути тісно пов'язані. А отже, роль режиму валютної ради полягає швидше в

---

<sup>238</sup> Lättemäe R. Monetary Transmission Mechanism in Estonia-Some Theoretical Considerations and Stylized Aspects. Eesti Pank, 2001.

довготерміновій інтеграції монетарних та макроекономічних умов, аніж у швидкій автоматичній корекції.

Загалом типовий режим валютної ради має схожі переваги та недоліки із іншими режимами валютної інтеграції, проте йому також властиві низка відмінних рис, які пов'язані із збереженням національної валюти.

Основною перевагою валютної ради можна назвати високий рівень довіри (англ. «*credibility*») до суб'єкта монетарної політики держави<sup>239</sup>. Дослідники вказують на два типових канали її формування: (1) відсутність можливостей для девальвації національної валюти<sup>240</sup>; (2) вирішення проблеми часової невідповідності (англ. «*time-inconsistency problem*»)<sup>241</sup>, пов'язана із нездатністю монетарного суб'єкта генерувати несподівану інфляцію (англ. «*surprise inflation*»)<sup>242</sup>. Емпіричні підтвердження зменшення загального рівня інфляції в умовах валютної ради знаходимо в численних нпкових працях<sup>243</sup>.

Довіра до монетарного режиму посилюється впевненістю (англ. «*confidence*») в національній валюті, яку Ж.-Б. Декільбе та Н. Неновські вважають основною перевагою валютної ради, що приводить до макроекономічної стабільності<sup>244</sup>. Вони також розглядають впевненість як результат вищого рівня конвертованості валюти, який детермінується запровадженням двох «якорів»: фіксованого курсу валют та покриття грошової бази валютними резервами.

---

<sup>239</sup> Цікаво, що при цьому в канонічній валютній раді інструментарій монетарної політики практично атрофований, про що йтиметься далі.

<sup>240</sup> Rivera-Batiz L. A., Sy A.N.R. Currency Boards, Credibility, and Macroeconomic Behavior. *Annals of Economics and Finance*. 2013. Vol. 14, No 2. P. 831–870.

<sup>241</sup> Під часовою невідповідністю розуміють ситуацію, коли монетарний суб'єкт заявляє про застосування однієї стратегії поведінки, а на практиці здійснює абсолютно інші заходи (особливо в кризовий період). У нашому випадку, в першу чергу, мова йде про ймовірність відмови від жорсткої прив'язки курсу.

<sup>242</sup> Feuerstein S., Grimm O. On the Credibility of Currency Boards. *Review of International Economic*. 2006. Vol. 14, No 5. P. 818–835.

<sup>243</sup> Ghosh A. R., Gulde A.-M., Wolf H. C. Currency Boards: The Ultimate Fix? International Monetary Fund, 1998. 28 p.; Kwan Y. K., Lui F.T. Hong Kong's Currency Board and Changing Monetary Regimes. Working Paper. *National Bureau of Economic Research*, August 1996. DOI: <https://doi.org/10.3386/w5723>; Enoch C., Baliño T. Currency Board Arrangements; Issues and Experiences. IMF Occasional Papers. International Monetary Fund, 5 September 1997. URL: <https://ideas.repec.org/p/imf/imfocp/151.html>; Rivera-Batiz L. A., Sy A.N.R. Currency Boards, Credibility, and Macroeconomic Behavior. *Annals of Economics and Finance*. 2013. Vol. 14, No 2. P. 831–870.

<sup>244</sup> Desquilbet J. B., Nenovsky N. Credibility and adjustment: gold standards versus currency boards. William Davidson Institute Working Papers Series. William Davidson Institute at the University of Michigan, 1 May 2004. URL: <https://ideas.repec.org/p/wdi/papers/2004-692.html>.

Дослідники аргументують, що впевненість у національній валюті також імпортується і є похідною впевненості (майбутньої стабільності) в іноземній валюті<sup>245</sup>. Варто зазначити, що валютний ризик не нівелюється повністю в канонічній валютній раді, проте є значно нижчим, ніж у державах із м'якшим монетарним режимом<sup>246</sup>.

Г. Вольф та співавтори окрім «впевненості», виокремлюють також інший аспект, що формує довіру, – позитивний «ефект дисципліни» (англ. «*discipline effect*»)<sup>247</sup>. Цей ефект виникає як результат обмежень та зобов'язань щодо монетарного зростання (англ. «*money growth*»), покладених на суб'єкт грошово-кредитної політики, а саме відсутність контролю за грошовою базою та недоступність більшості інструментів монетарної політики в умовах канонічної валютної ради.

Крім того, відсутність функціоналу кредитора останньої інстанції, зазвичай, вважається стимулом зростання фінансової дисципліни та зменшення морального ризику (англ. «*moral hazard*») у банківській системі, оскільки комерційні банки менш схильні до здійснення високоризикових трансакцій, знаючи, що в разі проблем із ліквідністю вони не отримають підтримки у монетарного регулятора<sup>248</sup>. Дж. Франкель зазначає, що останній аспект особливо актуальний для країн, що розвиваються, чиї банківські системи схильні до загроз, пов'язаних з асиметричною інформацією, втратою ліквідності та морального ризику<sup>249</sup>.

---

<sup>245</sup> Desquilbet J. B., Nenovsky N. Credibility and adjustment: gold standards versus currency boards. William Davidson Institute Working Papers Series. William Davidson Institute at the University of Michigan, 1 May 2004. URL: <https://ideas.repec.org/p/wdi/papers/2004-692.html>.

<sup>246</sup> Imam P.A. Exchange Rate Choices of Microstates. *IMF Working Paper*. 2010. Vol. 12. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Exchange-Rate-Choices-of-Microstates-23527>.

<sup>247</sup> Wolf H. C., Ghosh A. R., Berger H., Gulde A.-M. Currency Boards in Retrospect and Prospect. *CEifo Book Series*. Cambridge, Mass: MIT Press, 2008. 262p. URL: <http://gen.lib.rus.ec/book/index.php?md5=8B1ABD875B8AE6DC5588A85F5A3595E7>.

<sup>248</sup> Pautola N. Currency boards in Central and Eastern Europe: past experience and future perspectives. Focus on Transition. Vienna: ÖNB. 1998, p. 72-113.

<sup>249</sup> Frankel J. A. Monetary Policy in Emerging Markets: A Survey Working Paper. *National Bureau of Economic Research*, June 2010. DOI: <https://doi.org/10.3386/w16125>.

Деякі дослідники доходять висновку, що валютні ради знижують рівень процентних ставок<sup>250</sup> (більш коректно вести мову про зближення їх рівня з емітентом якірної валюти<sup>251</sup>) та волатильність темпів приросту обсягів виробництва<sup>252</sup>. Л. Рівейра-Батіз та А. Си, порівнюючи режими валютних рад із стандартною фіксацією курсу валют, приходять до висновку, що першим притаманна більша стабільність<sup>253</sup> і вони генерують менше безробіття, при цьому демонструючи більший приріст добробуту<sup>254</sup>.

Вказується також, що режим валютної ради сприяє оздоровленню фінансової системи та загальній макроекономічній стабільності через необхідність більш відповідального бюджетного планування (через недопущення дефіциту бюджету)<sup>255</sup>. Не можна ігнорувати також переваг від інтенсифікації торговельних відносин держав, об'єднаних режимом валютної ради (особливо характерно для постколоніальних валютних рад).

Крім того, режим валютної ради є жорстко регламентованим законодавчими нормами держави, що робить доволі затратним відмову від його використання<sup>256</sup>. Ф. Кіфер та Д. Стасеведж доводять, що саме офіційний статус валютної ради є джерелом політичних зобов'язань, а не прив'язка до курсу сама собою<sup>257</sup>.

Але разом з тим, вартість переходу (англ. «*switching costs*») на інші режими валютного курсу в разі потреби (насамперед за тривалих глобальних шоків), є значно меншою у порівнянні із устроєм без окремої національної валюти.

---

<sup>250</sup> Rivera-Batiz L. A., Sy A.N.R. Currency Boards, Credibility, and Macroeconomic Behavior. *Annals of Economics and Finance*. 2013. Vol. 14, No 2. P. 831–870.

<sup>251</sup> Imam P.A. Exchange Rate Choices of Microstates. *IMF Working Paper*. 2010. Vol. 12. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Exchange-Rate-Choices-of-Microstates-23527>.

<sup>252</sup> Kwan Y. K., Lui F.T. Hong Kong's Currency Board and Changing Monetary Regimes. Working Paper. *National Bureau of Economic Research*, August 1996. DOI: <https://doi.org/10.3386/w5723>.

<sup>253</sup> Особливо наглядно це спостерігалось під час азіяської кризи режимів фіксованих курсів 1997–98 рр.

<sup>254</sup> Rivera-Batiz L. A., Sy A.N.R. Currency Boards, Credibility, and Macroeconomic Behavior. *Annals of Economics and Finance*. 2013. Vol. 14, No 2. P. 831–870.

<sup>255</sup> Williamson J. What Role for Currency Boards? Peterson Institute for International Economics, 1995.

<sup>256</sup> Ghosh A., Gulde A.-M., Wolf H.C. Currency boards: More than a quick fix? *Economic Policy*. 2000. Vol. 15. No 31. P. 269–335.

<sup>257</sup> Keefer P., Stasavage D. Checks and Balances, Private Information, and the Credibility of Monetary Commitments. *International Organization*. 2002. Vol. 56, No 4. P. 751–774. DOI: <https://doi.org/10.1162/002081802760403766>.



Однією із переваг валютної ради порівняно з офіційною доларизацією є те, що національний уряд безпосередньо може отримувати дохід від сеньйоражу (але при цьому несе, хоч і порівняно невеликі, проте додаткові витрати на емісію та обслуговування національної валюти). Іншим плюсом використання національної валюти має не стільки економічну, скільки соціально-політичну природу. Йдеться про збереження символу національної ідентичності, ефект від якого доволі важко кількісно оцінити.

Недоліки та загрози режиму канонічної валютної ради значною мірою ідентичні тим, що властиві доларизації, та пов'язані в основному із втратою повноцінної монетарної політики. Критерії валютної ради, які ми розглядали вище із позитивної точки зору, одночасно приносять для економіки певні обмеження та загрози.

Зокрема, існує два табори критиків 100%-го резервування монетарних зобов'язань. Перші наголошують на значній втраті ресурсів, частина з яких могла бути використана на купівлю іноземних активів<sup>258</sup>. Другі вказують на те, що конвертованість стосується лише грошової бази, тоді як загальна кількість ліквідних монетарних активів в обігу, як правило, в рази більша. З огляду на це фінансова паніка таки може спіткати державу у разі спроб широких верств суспільства одночасно конвертувати національну валюту на якірну<sup>259</sup>.

Відсутність можливості оперативного реагування на зміни світової кон'юнктури з допомогою інструментів валютно-курсової політики – це плата, яку змушені платити адепти валютної ради за стабільність «під крилом» емітента якірної валюти. Враховуючи майже відсутній вибір засобів впливу на грошову базу, монетарний інститут не може повноцінно стерилізувати<sup>260</sup> потоки капіталу, а отже, дефіцит поточного рахунка чи раптовий приплив капіталу автоматично

<sup>258</sup> Schuler K. Currency Boards: Doctoral dissertation / George Mason University, 1992.

<sup>259</sup> Ponsot J.-F. European Experiences of Currency Boards: Estonia, Lithuania, Bulgaria and Bosnia and Herzegovina. Chapters. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2006. URL: [https://ideas.repec.org/h/elg/eechap/3483\\_2.html](https://ideas.repec.org/h/elg/eechap/3483_2.html); Williamson J. What Role for Currency Boards? Peterson Institute for International Economics, 1995.

<sup>260</sup> Стерилізація – сукупність заходів монетарного суб'єкта (переважно операції на відкритому ринку) для протидії впливу профіциту чи дефіциту платіжного балансу на обсяг грошової пропозиції.

трансльюється на обмеження внутрішньої ліквідності та вищий рівень відносних процентних ставок<sup>261</sup>.

Окрім того, якщо таки має місце монетарне розширення, то воно є незначним порівняно із класичним центральним банком, що може забезпечити створення грошової маси, забезпеченої лише внутрішніми активами. Побічним моментом такого обмеження є те, що валютна рада втрачає частину доходів від сеньйоражу, який міг би генеруватись від новоствореної грошової бази, забезпеченої внутрішніми активами<sup>262</sup>. А оскільки валютна рада не є кредитором останньої інстанції і не може використовувати широкий інструментарій для протидії кризі ліквідності, то комерційні банки переважно утримують більш суттєвий обсяг резервів, цим самим додатково стримуючи монетарне зростання<sup>263</sup>.

За умов валютної ради уряд не може використовувати її активи для фінансування дефіциту бюджету шляхом продажу державних цінних паперів, що часто призводить до обмежувальної фіскальної політики (англ. «*constrain fiscal policy*») та наділяє монетарну політику дефляційною схильністю (англ. «*impart a deflationary bias*»)<sup>264</sup>. Як наслідок усіх зазначених вище факторів, канонічна валютна рада здійснює стримувальний вплив на економіку держави (англ. «*contractionary effects on the economy*»)<sup>265</sup>.

Для валютних рад також характерна проблема, що традиційно гостро стоїть перед державами із низьким рівнем інфляції, а саме небезпека шоків

---

<sup>261</sup> Ponsot J.-F. European Experiences of Currency Boards: Estonia, Lithuania, Bulgaria and Bosnia and Herzegovina. Chapters. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2006. URL: [https://ideas.repec.org/h/elg/eechap/3483\\_2.html](https://ideas.repec.org/h/elg/eechap/3483_2.html).

<sup>262</sup> Ghosh A., Gulde A.-M., Wolf H.C. Currency boards: More than a quick fix? *Economic Policy*. 2000. Vol. 15. No 31. P. 269–335.

<sup>263</sup> Begovic S. An Assessment of the Sustainability and Desirability of a Currency Board Arrangement, with Special Reference to Bosnia and Herzegovina: Doctoral dissertation / Staffordshire University. Stoke-on-Trent. 2014. URL: <http://eprints.staffs.ac.uk/2352/>.

<sup>264</sup> Camilleri Gilson M.-T. Policy Pre-Commitment and Institutional Design. *OECD Economics Department Working Papers*. 2002. DOI: <https://doi.org/10.1787/101351888036>; Treadgold M. Factors Inhibiting Deflationary Bias in Currency Board Economies: Evidence from the Colonial Era. *Australian Economic History Review*. 2006. Vol. 46, No 2. P. 130–154. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1467-8446.2006.00167.x>.

<sup>265</sup> Ponsot J.-F. European Experiences of Currency Boards: Estonia, Lithuania, Bulgaria and Bosnia and Herzegovina. Chapters. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2006. URL: [https://ideas.repec.org/h/elg/eechap/3483\\_2.html](https://ideas.repec.org/h/elg/eechap/3483_2.html).

безробіття (особливо зовнішніх шоків, які передаються через прив'язку до якірної валюти). Відсутність можливості оперативної реакції на них з допомогою девальвації з часом може призвести до хронічного високого безробіття, яке, в свою чергу, спричинює загрозу виходу із режиму валютної ради. Заради справедливості варто зазначити, що в умовах валютної ради імпульси безробіття є меншими, ніж при традиційній фіксації<sup>266</sup>.

На рис. 2.3 підсумовано основні переваги та недоліки канонічних валютних рад, розглянутих крізь призму їх специфічних критеріїв. Загальний чистий ефект канонічної валютної ради багато в чому залежить від макроекономічної ситуації в державі та зовнішнього середовища, про що більш детально буде вестись мова в наступних розділах.

Однак всі розглянуті вище особливості характерні для канонічних валютних рад. Сучасні валютні ради значною мірою відрізняються від своїх попередниць, що існували до 1980-х рр.<sup>267</sup>, тому їх іноді називають квазі-валютними радами (англ. «*quasi-currency board*» чи «*currency board-like systems*»). Так, у монографії Г. Вольф та співавтори<sup>268</sup> зазначають, що, незважаючи на деякі спільні риси із канонічними валютними радами (фіксований паритет, забезпеченість і конвертація до іноземного активу, обмеження на зміну режиму), сучасні ради вирізняються низкою ознак, насамперед пов'язаних із мотивацією створення та середовищем функціонування.

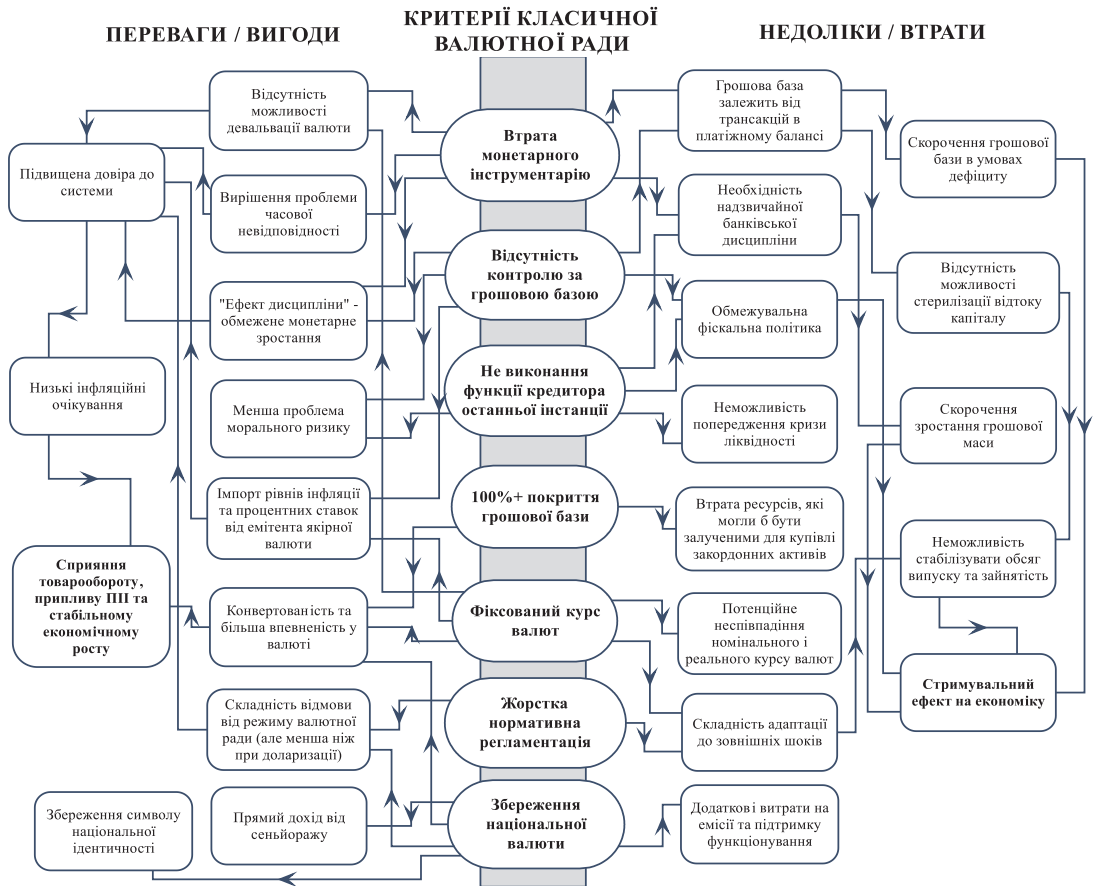
По-перше, якщо основною метою ранніх валютних рад була переважно інтенсифікація торгівлі, то сучасні аналоги створюються насамперед для досягнення стабільної монетарної політики<sup>269</sup>.

<sup>266</sup> Rivera-Batiz L. A., Sy A.N.R. Currency Boards, Credibility, and Macroeconomic Behavior. *Annals of Economics and Finance*. 2013. Vol. 14, No 2. P. 831–870.

<sup>267</sup> Практика валютних рад досягнула свого апогею в 1940–50-х рр., коли кількість держав та територій, що їх застосовували сягнула 50-ти. Wolf H. C., Ghosh A. R., Berger H., Gulde A.-M. *Currency Boards in Retrospect and Prospect*. *CESifo Book Series*. Cambridge, Mass: MIT Press, 2008. 262p. URL: <http://gen.lib.rus.ec/book/index.php?md5=8B1ABD875B8AE6DC5588A85F5A3595E7>.

<sup>268</sup> Wolf H. C., Ghosh A. R., Berger H., Gulde A.-M. *Currency Boards in Retrospect and Prospect*. *CESifo Book Series*. Cambridge, Mass: MIT Press, 2008. 262p. URL: <http://gen.lib.rus.ec/book/index.php?md5=8B1ABD875B8AE6DC5588A85F5A3595E7>.

<sup>269</sup> Хоча валютна рада в Аргентині у 1891 р. створювалась також для підвищення довіри до монетарної системи.



**Рис. 2.3. Переваги та недоліки канонічної валютної ради**

*Джерело:* доповнено та модифіковано автором за: Begovic S. An Assessment of the Sustainability and Desirability of a Currency Board Arrangement, with Special Reference to Bosnia and Herzegovina: Doctoral dissertation / Staffordshire University. Stoke-on-Trent. 2014. URL: <http://eprints.staffs.ac.uk/2352/>.<sup>270</sup>

По-третє, «захист» курсової прив'язки був безумовною метою монетарної політики. По-четверте, основний масив ранніх валютних рад функціонував на залежних територіях і на практиці імплементувався Міністерством у справах колоній в Лондоні із символічним впливом локальних урядів<sup>271</sup>. До цих особливостей можна додати також п'ятий аспект – метаморфозу трансмісійного

<sup>270</sup> Begovic S. An Assessment of the Sustainability and Desirability of a Currency Board Arrangement, with Special Reference to Bosnia and Herzegovina: Doctoral dissertation / Staffordshire University. Stoke-on-Trent. 2014. URL: <http://eprints.staffs.ac.uk/2352/>.

<sup>271</sup> Wolf H. C., Ghosh A. R., Berger H., Gulde A.-M. Currency Boards in Retrospect and Prospect. *CESifo Book Series*. Cambridge, Mass: MIT Press, 2008. 262p. URL: <http://gen.lib.rus.ec/book/index.php?md5=8B1ABD875B8AE6DC5588A85F5A3595E7>.

механізму із провідною роллю процентних ставок у ньому (а не розміру грошової пропозиції)<sup>272</sup>.

Відрізняються і технічні критерії сучасних валютних рад. Зокрема, В. Козюк зазначає, що сучасні валютні ради перейняли частину «арсеналу» центральних банків<sup>273</sup>, насамперед інструменти монетарної політики та функцію кредитора останньої інстанції. Вони стали значно «м'якші» від своїх попередниць і серед іншого передбачають можливість неповного покриття грошової бази, здійснення операцій з управління ліквідністю на міжбанківському ринку, детермінацію процентних ставок, надання обмеженого кредитування уряду тощо<sup>274</sup>.

Отже, сучасні валютні ради намагаються додати до традиційної переваги монетарної стабільності також елемент гнучкості, що, як підтвердив історичний досвід, виявилось не так просто. Сучасні валютні ради зіткнулись із проблемою переоцінки національної валюти, дефіциту платіжного балансу, накопичення надмірних зовнішніх короткострокових боргових зобов'язань, недостатньою вірою у стабільність режиму та ін. Більш детально особливості сучасних валютних рад та середовище їх функціонування будуть висвітлені в аналітичній частині даної роботи.

---

<sup>272</sup> Козюк В. В. Валютні ради: колізії історичного досвіду та перспективи в умовах глобалізації. *Наука молода* : зб. наук. праць молод. вчених Терноп. держ. екон. ун-ту. 2005. № 3. URL: <http://dspace.tneu.edu.ua/handle/316497/18730>.

<sup>273</sup> Часто з інституційно-структурного погляду сучасні валютні ради мають вигляд окремих відділень у системі центральних банків, а не замінили останніх повністю, як це було в минулому.

<sup>274</sup> Козюк В. В. Валютні Ради.

## 2.2. Одностороння валютна інтеграція режимів доларизації

Аспект доларизації включає в себе низку дещо відмінних процесів, що привело до численних та різновекторних досліджень за цією тематикою. Класифікація доларизації здійснюється в трьох площинах відповідно до: (1) типу активів чи зобов'язань, (2) формальності процесу та (3) його повноти.

Згідно із сучасною класифікацією<sup>275</sup> розрізняють наступні форми доларизації:

1. Неофіційна (неформальна, де-факто) доларизація (англ. «*informal*», «*unofficial*», «*de facto dollarization*»), яка зазвичай є частковою і включає наступні підвиди:

- а) валютне заміщення (субституція) або трансакційна доларизація (англ. «*currency substitution*», «*transaction dollarization*»)<sup>276</sup> – виконання іноземною валютою більшості функцій грошей у вітчизняній економіці, передусім наголошується на виконанні функцій засобу обігу та міри вартості<sup>277, 278</sup>;
- б) заміщення активів (англ. «*asset substitution*») – виконання іноземною валютою<sup>279</sup> переважно функції засобу нагромадження<sup>280</sup>. Хоча іноді при цьому іноземна валюта може частково виконувати функції міри вартості чи засобу обігу (наприклад, при купівлі нерухомості).

<sup>275</sup> Borensztein E., Berg A. The Pros and Cons of Full Dollarization. Rochester, NY: Social Science Research Network, 2000. URL: <https://papers.ssrn.com/abstract=267355>; Levy-Yeyati E. Financial Dedollarization: A Carrot and Stick Approach. *Business School Working Paper*. Universidad Torcuato Di Tella, 2003. URL: <https://ideas.repec.org/p/udt/wpbsdt/nueve.html>; Levy-Yeyati E. Liquidity Insurance in a Financially Dollarized Economy. NBER Working Paper. *National Bureau of Economic Research, Inc*, 2006. URL: <https://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/12345.html>.

<sup>276</sup> Валютне заміщення іноді може бути також офіційним. Feige E. L., Šošić V., Faulend M., Šonje V. Unofficial Dollarization in Latin America: Currency Substitution, Network Externalities and Irreversibility. *International Finance. EconWPA*, 2002. URL: <https://ideas.repec.org/p/wpa/wuwpif/0205002.html>.

<sup>277</sup> Тобто національна валюта є псевдо-валютою згідно з «пірамідою валют» Б. Коена.

<sup>278</sup> Часто (зокрема в Currency substitution. *Wikipedia*. URL: [https://en.wikipedia.org/w/index.php?title=Currency\\_substitution&oldid=771021987](https://en.wikipedia.org/w/index.php?title=Currency_substitution&oldid=771021987) (Last accessed: 19.03.2017)), особливо в ранніх дослідженнях та у вітчизняній науковій літературі, валютне заміщення називають аналогом доларизації, однак в сучасних працях його вважають дещо вужчим процесом, про що йтиметься нижче.

<sup>279</sup> Або деномінованих у ній цінних паперів.

<sup>280</sup> Національна валюта є квазі- або проникаючою валютою згідно з «пірамідою валют» Б. Коена.

2. Офіційна (формальна, де-юре) доларизація (англ. «*formal*», «*official*», «*de jure dollarization*»), яка є повною доларизацією і передбачає заміну національної валюти на іноземну<sup>281</sup> в усіх транзакціях суб'єктів держави і, що особливо важливо, деномінацію усіх державних та приватних активів і зобов'язань в іноземній валюті.

3. Паралельний обіг іноземної валюти (напівофіційна доларизація, офіційна бі-валютна система) (англ. «*semi-official dollarization*», «*bimontetary systems*») – іноземна валюта є офіційним платіжним засобом на рівні із національною валютою. Часто така «рівність» є доволі відносною, наприклад, в іноземній валюті дозволяється відкривати депозити, тоді як виплата зарплат чи дрібні покупки здійснюються в національній валюті<sup>282</sup>. Приклади Зімбабве до 2017 р.<sup>283</sup> і Боснії та Герцеговини (періоду 1992-1998 рр.) дозволяють говорити про ймовірність полівалютної системи, за якої декілька сильних (чи сусідніх) валют є офіційними платіжними засобами в державі. В аналітичній частині дослідження до полівалютних систем ми будемо зараховувати держави лише у разі наявності національної валюти (наприклад, в Зімбабве вона відсутня, тому держава буде класифікуватись нами як класична доларизована).

Крім того, у структурі доларизації (переважно як складова неофіційного заміщення активів) виділяють фінансову доларизацію із численними підвидами. Фінансова доларизація (англ. «*financial dollarization*») це – акумуляція резидентами деномінованих в іноземній валюті активів та зобов'язань (банківських депозитів, корпоративних і державних облігацій та ін.). В рамках фінансової доларизації окремо найчастіше досліджують:

---

<sup>281</sup> Іноді за винятком монет. Bordo M. D., Jonung L. The Future of EMU: What Does the History of Monetary Unions Tell Us? *Working Paper. National Bureau of Economic Research*. 1999. DOI: //doi.org/10.3386/w7365.

<sup>282</sup> Bogetic Z. Official Dollarization: Current Experiences and Issues. Rochester, NY: Social Science Research Network, 2000. URL: <https://papers.ssrn.com/abstract=1809824>.

<sup>283</sup> В аналітичній частині роботи ми віднесли Зімбабве до країн із повною доларизацією, а не до бі- чи полі-валютних систем, оскільки в державі відсутня національна валюта.

- доларизацію зовнішніх зобов'язань<sup>284</sup> (англ. «*external liability dollarization*») як корпоративних, так і державних;
- доларизацію внутрішніх зобов'язань (англ. «*domestic liability dollarization*»), яка найчастіше розглядається в розрізі зобов'язань державного та банківського (т. зв. доларизація депозитів) секторів<sup>285</sup>;
- доларизацію кредитів (англ. «*credit dollarization*») <sup>286</sup> та ін.

Усі вищеназвані форми доларизації візуально представлені на рис. 2.4.



**Рис. 2.4. Типологія процесів доларизації**

Джерело: сформовано автором.

<sup>284</sup> Іноді аналізують і нефінансову доларизацію зовнішніх зобов'язань. Berkmen S. P., Cavallo E. Exchange Rate Policy and Liability Dollarization: What do the Data Reveal about Causality? *Review of International Economics*. 2010. Vol. 18, No 5. P. 781–795. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1467-9396.2010.00890.x>.

<sup>285</sup> Berkmen S. P., Cavallo E. Exchange Rate Policy and Liability Dollarization: What do the Data Reveal about Causality? *Review of International Economics*. 2010. Vol. 18, No 5. P. 781–795. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1467-9396.2010.00890.x>.

<sup>286</sup> Gelos M. G., Mejía A. L., Piñón-Farah M.A. Macroeconomic Implications of Financial Dollarization: The Case of Uruguay. International Monetary Fund, 2008. 83 p.



У державі можуть одночасно спостерігатись декілька типів доларизації відповідно до різноманіття активів та зобов'язань, які переважно представлені в іноземній валюті (табл. 2.1).

Таблиця 2.1

**Найбільш схильні до доларизації активи та зобов'язання**

	Домашні господарства / Фірми	Банківський сектор	Державний сектор
Активи	Готівка та квазігроші <sup>144</sup> Банківські депозити Активи, деноміновані у валюті Закордонні активи	Валютні активи закордоном  Кредити домогосподарствам та фірмам  Кредити державному сектору  Активи, деноміновані у валюті	Чисті міжнародні резерви  Урядові валютні збереження закордоном
Зобов'язання	Заборгованість  Зобов'язання, деноміновані у валюті  Іноземні зобов'язання	Депозити домогосподарств, фірм та державного сектору  Зовнішня заборгованість	Резервні вимоги до валютних банківських депозитів  Чисті валютні кредити  Іноземна заборгованість  Індексована заборгованість

*Джерело:* авторська модифікація за: Kokenyne A., Ley J., Veyrune R. Dedollarization. *IMF Working Paper*. 2010. Vol. 10. No. 188. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1662261](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1662261).

Найважливішими передумовами доларизації можна назвати такі:

- значні макроекономічні турбуленції та високий рівень інфляції;
- фінансові репресії<sup>287</sup> та контроль за рухом капіталу;
- використання іноземної валюти як якоря для досягнення макростабільності;
- недорозвинуті фінансові ринки<sup>288</sup>.

<sup>287</sup> Політика, що робить доходи кредиторів меншими за рівень інфляції (один із засобів ліквідації урядової заборгованості в національній валюті). Reinhart C. M., Kirkegaard J.F., Sbrancia M.B. *Financial Repression Redux*. *SSRN Scholarly Paper*. Rochester, NY: Social Science Research Network, 1 June 2011. URL: <https://papers.ssrn.com/abstract=1864806>.

<sup>288</sup> Mecagni M., Corrales J. S., Dridi J., Garda-Verdu R., Imam P., Matz J., Macario C., et al. *Dollarization in Sub-Saharan Africa: experience and lessons*. Washington, DC, U.S.A: International Monetary Fund, 2015. 70 p.

Однак названі чинники не є єдиними, які наводяться в економічній літературі. Серед основних віх теоретичних та емпіричних досліджень доларизації можна доволі чітко виокремити декілька етапів, зумовлених тогочасними політико-економічними реаліями (табл. 2.2).

Таблиця 2.2

**Еволюція моделей доларизації**

Період	Типи моделей	Детермінанти
1970–1980-ті рр.	Моделі валютного заміщення	Інфляція та макроекономічні дисбаланси, зокрема фіскальні розриви
1980–1990-ті рр.	Спроби адаптації моделей заміщення до нових економічних реалій	Пам'ять про минулі періоди інфляції; ефект «гістерезису»
1990–2000-ні рр.	Моделі портфеля валют	Вибір оптимального співвідношення набору валют за критерієм «ризик-дохідність» (у т. ч. ідея «первородного гріха»)
	Моделі ринкових помилок	Ринкова недосконалість (у т. ч. загроза дефолту деяких країн) та екстерналії
	Інституційні моделі	«Слабкі інститути», режим валютного курсу, регулятивні заходи
2000–2010-ті рр.	Моделі дедоларизації	Антиінфляційна політика, макропруденційні заходи, зменшення рівня світових процентних ставок та ін.

*Джерело:* систематизовано автором.

У перших дослідженнях (1970–1980 рр.)<sup>289</sup> відзначали відмінності між двома типами доларизації: валютним заміщенням (іноземна валюта як засіб обігу) та заміщенням активів (іноземна валюта як засіб нагромадження), переважно акцентуючи увагу на першому типі<sup>290</sup>. Історичною передумовою та статистичною базою досліджень став високий рівень інфляції в державах

<sup>289</sup> Girton L., Roper D.E. Theory and implications of currency substitution. Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.), 1976. URL: <https://ideas.repec.org/p/fip/fedgif/86.html>; Brillembourg A., Schadler S.M. A Model of Currency Substitution in Exchange Rate Determination, 1973-78. *Staff Papers (International Monetary Fund)*. 1979. Vol. 26, No 3. P. 513–542. DOI: <https://doi.org/10.2307/3866889>; Miles M.A. Currency Substitution, Flexible Exchange Rates, and Monetary Independence. *American Economic Review*. 1978. Vol. 68, No 3. p. 428–436; Ortiz G. Dollarization in Mexico: Causes and Consequences. *NBER*. 1 January 1983. P. 71–106.

<sup>290</sup> Причому часто доларизація інтерпретувалась саме як валютне заміщення. Levy-Yeyati E. Financial Dollarisation: Evaluating The Consequences. *Business School Working Paper*. Universidad Torcuato Di Tella, 2005. URL: <https://ideas.repec.org/p/udt/wpbsdt/findollarisation.html>.

Латинської Америки, спричинений в основному значними фіскальними дисбалансами в державах регіону<sup>291</sup>. Головним постулатом перших концепцій стало твердження про неефективність інструментів монетарної політики в умовах валютного заміщення. Робився висновок, що еластичність валютної субституції зростає під час зростання усвідомленого ризику змін вартості вітчизняної валюти, а очікуваний рівень інфляції є основною рушійною силою доларизації тією мірою, якою він сам зумовлюється зміною курсу валют.

Однак ці, на перший погляд, очевидні твердження не знайшли підтвердження в часовій ретроспективі – вже в 1990-х рр. рівень інфляції в Латинській Америці суттєво знизився та стабілізувався, тоді як рівень доларизації продовжував залишатись високим. Можливим поясненням такого феномену називали тривалу пам'ять резидентів про минулі періоди інфляції, що потребує непропорційно довшого періоду стабільності та зростання вартості валюти для відмови від іноземного субститута<sup>292</sup>. Альтернативною причиною також називають зменшення вартості «перемикання» на долар США<sup>293</sup> в якості зручного і вже звичного платіжного засобу<sup>294</sup>. Отже, спостерігається явище, близьке за суттю до «інерції утримання» – одного із наріжних каменів моделей зменшених трансакційних витрат від інтернаціоналізації валюти, про яку йшлося вище. Не дивно, що вже згаданий феномен «гістерезису»<sup>94</sup> часто наводиться також у контексті доларизації<sup>295, 296</sup>.

У 1990-х рр. акцент досліджень доларизації поступово починає зміщуватись у напрямку аналізу заміщення активів та, зокрема, фінансової доларизації. Широкий спектр наукових доробків у цьому напрямі прийнято

<sup>291</sup> Catão L., Terrones M. Fiscal deficits and inflation. *Journal of Monetary Economics*. 2005. Vol. 52, No 3. P. 529–554.

<sup>292</sup> Savastano M.M.A. Dollarization in Latin America: Recent Evidence and Some Policy Issues. *International Monetary Fund*, 1996. 35 p.

<sup>293</sup> Англ. «fixed cost of switching to the dollar».

<sup>294</sup> Catão L., Terrones M. Fiscal Deficits and Inflation.

<sup>295</sup> Levy-Yeyati E. Financial Dollarisation: Evaluating The Consequences. *Business School Working Paper*. Universidad Torcuato Di Tella, 2005. URL: <https://ideas.repec.org/p/udt/wpbsdt/findollarisation.html>.

<sup>296</sup> Vieira F. A. C., Holland M., Resende M.F. Financial dollarization and systemic risks: New empirical evidence. *Journal of International Money and Finance*. 2012. Vol. 31. No 6. P. 1695–1714. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2012.03.007>.

класифікувати на три групи <sup>297</sup>: концепції портфеля валют; концепції ринкових помилок та інституційні концепції. Крім того, в цьому періоді не можна не виокремити працю А. Гоша, А.-М. Гюльде та Х. Вольфа <sup>298</sup>, в якій резюмується, що державам із вищим рівнем доларизації чи прив'язкою курсу валют, зазвичай, притаманні нижча інфляція та вищий темп економічного зростання, незважаючи на втрату переваг гнучкості монетарної політики.

Моделі портфеля (англ. *«portfolio view»*) пояснюють доларизацію вибором оптимального співвідношення валют активів за критерієм «ризик-дохідність». Наприклад, А. Ізе та Е. Леві Єяті <sup>299</sup>, базуючись на припущенні про пряму залежність пропорції доларизації активів від співвідношення рівня інфляції та номінального валютного курсу <sup>300</sup>, зробили такі висновки:

- вибір режиму валютного курсу держави залежить від монетарної політики (комбінації «плаваючий валютний курс + інфляційне таргетування» чи «жорстка + тривало незмінна фіксація курсу валют» стримують доларизацію, тоді як поєднання «плаваючий валютний курс + висока інфляція» чи «жорстка фіксація курсу валют + частий перегляд паритету валют», навпаки, стимулюють її);
- держави із відкритішою економікою більш схильні до доларизації (залежно від ваги компоненти імпорту в курсоутворенні);
- резиденти та нерезиденти формують портфелі активів по-різному – частка активів резидентів, деномінованих у національній валюті (валюта майбутнього споживання), є вищою, ніж у нерезидентів. Це твердження має спільну природу із спостереженнями інших економістів про обернену залежність

<sup>297</sup> Levy-Yeyati E. Financial Dollarisation: Evaluating The Consequences. *Business School Working Paper*. Universidad Torcuato Di Tella, 2005. URL: <https://ideas.repec.org/p/udt/wpbsdt/findollarisation.html>; Mecagni et al., *Dollarization in Sub-Saharan Africa*.

<sup>298</sup> Ghosh A. R., Gulde A.-M., Wolf H. C. Currency Boards: The Ultimate Fix? International Monetary Fund, 1998. 28 p.

<sup>299</sup> Ize A., Levy-Yeyati E. L. Financial Dollarization. Rochester, NY: Social Science Research Network, 2004. URL: <https://papers.ssrn.com/abstract=539642>.

<sup>300</sup> Автори називають це співвідношення коефіцієнтом валютно-курсового перебігу (англ. *«coefficient of exchange rate pass-through»*).

боргової доларизації та глибини внутрішнього ринку<sup>301</sup>, а також рівня доларизації державних облігацій та розміру внутрішнього фінансового ринку<sup>302</sup>. В даному контексті, не можна не згадати доволі популярну серед дослідників доларизації концепцію «первородного гріха» (англ. «*original sin*»)<sup>303</sup> – нездатності країн, що розвиваються до залучення закордоном (чи навіть всередині країни на довготривалій період) позичкового капіталу деномінованого в національній валюті<sup>304</sup>.

У моделях ринкових помилок (англ. «*market failure view*») основні мотиви доларизації розглядаються як похідні ринкової недосконалості та екстерналій, а також невідповідної регуляторної системи. Так, К. Брода та Е. Леві Єяті<sup>305</sup> пов'язують доларизацію<sup>306</sup> з позитивною кореляцією між імовірністю дефолту, реальним курсом валют та неповною поінформованістю про структуру грошових коштів позичальників. Інші прихильники цього підходу<sup>307</sup> використовують кореляцію між змінами реального ВВП та змінами реального курсу валют як аналога кореляції дефолту та курсу валют.

---

<sup>301</sup> Bordo M. D., Meissner C., Redish A. How «Original Sin» was Overcome: The Evolution of External Debt Denominated in Domestic Currencies in the United States and the British Dominions. *Working Paper. National Bureau of Economic Research*. 2003. DOI: <https://doi.org/10.3386/w9841>.

<sup>302</sup> Claessens S., Klingebiel D., Schmukler S. L. Government Bonds in Domestic and Foreign Currency: The Role of Macroeconomic and Institutional Factors. Policy Research Working Papers. *The World Bank*, 2003. DOI: <https://doi.org/10.1596/1813-9450-2986>; Eichengreen B., Hausmann R., Panizza U. Currency Mismatches, Debt Intolerance and Original Sin: Why They Are Not the Same and Why it Matters. Working Paper. *National Bureau of Economic Research*, October 2003. DOI: <https://doi.org/10.3386/w10036>.

<sup>303</sup> Термін вперше запропонований в Eichengreen B., Hausmann R. Exchange Rates and Financial Fragility. Working Paper. *National Bureau of Economic Research*, November 1999. DOI: <https://doi.org/10.3386/w7418>.

<sup>304</sup> Eichengreen B., Hausmann R., Panizza U. Currency Mismatches, Debt Intolerance and Original Sin: Why They Are Not the Same and Why it Matters. Working Paper. *National Bureau of Economic Research*, October 2003. DOI: <https://doi.org/10.3386/w10036>; Bordo M. D., Meissner C., Redish A. How «Original Sin» was Overcome: The Evolution of External Debt Denominated in Domestic Currencies in the United States and the British Dominions. *Working Paper. National Bureau of Economic Research*. 2003. DOI: <https://doi.org/10.3386/w9841>; Eichengreen B., Hausmann R. Exchange Rates and Financial Fragility. Working Paper. *National Bureau of Economic Research*, November 1999. DOI: <https://doi.org/10.3386/w7418>; Hausmann R., Panizza U. On the determinants of Original Sin: an empirical investigation. *Journal of International Money and Finance, Regional and International Implications of the Financial Instability in Latin America*. 2003. Vol. 22, No 7. P. 957–990. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2003.09.006>.

<sup>305</sup> Broda C., Yeyati E. L. Endogenous Deposit Dollarization. *Journal of Money, Credit and Banking*. 2006. Vol. 38, No 4. P. 963–988.

<sup>306</sup> Зокрема, доларизацію депозитів.

<sup>307</sup> De La Torre A., Schmukler S. L. Coping with Risks through Mismatches: Domestic and International Financial Contracts for Emerging Economies. *International Finance*. 2004. Vol. 7. No 3. P. 349–390. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1367-0271.2004.00142.x>; Jeanne O. Debt Maturity and the International Financial Architecture. *American Economic Review*. 2009. Vol. 99, No 5. P. 2135–2148. DOI: <https://doi.org/10.1257/aer.99.5.2135>.

Популярним також є інституційний напрямок аналізу доларизації (англ. «*institutional view*»). Наприклад, Дж. де Ніколо та співавтори<sup>308</sup> виявили залежність між недовірою до уряду, яка призводить до посилення доларизації, та слабкими інститутами, які не йдуть на поступки доларовим боржникам у разі раптової девальвації національної валюти. І. Ветлов назвав такі детермінанти доларизації<sup>309</sup>: високі очікування девальвації, різницю в рівнях інфляції, різниця між процентами за депозитами в національній та іноземній валютах, дефіцит поточного рахунка та недостатній рівень резервів<sup>310</sup>.

Інші дослідження продемонстрували зворотну залежність між рівнем доларизації та заходами з її обмеження (заборона депозитів в іноземній валюті для резидентів) й індексами верховенства права<sup>311</sup>. А. Хоніг довів важливість якості урядування (яку оцінював за допомогою індикаторів бюрократії, корупції, закону та порядку та ін.) у протидії доларизації<sup>312</sup>. Аналогічно С. Веймут продемонстрував залежність фінансової доларизації від низької впевненості інвесторів щодо дотримання їх прав власності, яка, в свою чергу, виявляється у невеликій кількості інститутів, здатних вплинути на рішення уряду (т. зв. «*Veto Players*»)<sup>313</sup>. Дослідження ж Н. Мвасе та Ф. Кумаха щодо рівня реальної доларизації депозитів у країнах з низьким рівнем доходів, підтвердило, що

---

<sup>308</sup> Nicoló G.D., Bartholomew P., Zaman J., Zephirin M.. Bank Consolidation, Internationalization, and Conglomeration: Trends and Implications for Financial Risk. *Financial Markets, Institutions & Instruments*. 2004. Vol. 13, No 4. P. 173–217. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.0963-8008.2004.00076.x>.

<sup>309</sup> На основі емпіричного дослідження ситуації в Литві.

<sup>310</sup> Vetlov I. Dollarization in Lithuania: An Econometric Approach. *SSRN Scholarly Paper*. Rochester, NY: Social Science Research Network, 19 March 2001. URL: <https://papers.ssrn.com/abstract=1016037>.

<sup>311</sup> Rennhack R., Nozaki M. Financial Dollarization in Latin America. *Financial Dollarization Procyclicality of Financial Systems in Asia* / Ed. A. Armas, A. Ize, E.L. Yeyati. London: Palgrave Macmillan UK, 2006. P. 64–96. DOI: [https://doi.org/10.1057/9780230380257\\_4](https://doi.org/10.1057/9780230380257_4); Levy-Yeyati E. Liquidity Insurance in a Financially Dollarized Economy. NBER Working Paper. *National Bureau of Economic Research, Inc*, 2006. URL: <https://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/12345.html>; Levy-Yeyati E., Sturzenegger F. Classifying exchange rate regimes: Deeds vs. Words. *European Economic Review*. 2005. Vol. 49, No 6. P. 1603–1635. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.euroecorev.2004.01.001>.

<sup>312</sup> Honig A. Dollarization, exchange rate regimes and government quality. *Journal of International Money and Finance*. 2009. Vol. 28, No 2. P. 198–214. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2008.11.004>.

<sup>313</sup> Weymouth S. Political Institutions and Property Rights: Veto Players and Foreign Exchange Commitments in 127 Countries. *Comparative Political Studies*. 2011. Vol. 44, No 2. P. 211–240. DOI: <https://doi.org/10.1177/0010414010382629>.

макропруденційні заходи (такі як резервні вимоги, валютно-курсові обмеження і т. ін.) не особливо стримують доларизацію<sup>314 315</sup>.

Щодо впливу режиму валютного курсу на рівень доларизації, то погляди науковців розділились: одні<sup>316</sup> стверджують, що фіксований режим призводить до більшої доларизації депозитів; інші<sup>317</sup> доводять, що режим не є принциповим; ще інші<sup>318</sup> вказують, що в умовах більш гнучких режимів доларизація депозитів буде інтенсивнішою. Деякі дослідження<sup>319</sup> підтверджують, що висока двостороння волатильність валютного курсу загалом сприяє дедоларизації<sup>320</sup>.

Після 2000 р. у багатьох державах починають спостерігатись процеси дедоларизації (англ. «*de-dollarization*»)<sup>321</sup>, що не могло відобразитись в наукових дослідженнях<sup>322</sup>. Проте тенденція була не особливо тривалою – після глобальної фінансової кризи 2008 р. процеси дедоларизації пригальмували, а в деяких (але не всіх) державах пішли на спад. Серед основних чинників дедоларизації виокремлюють дві групи: внутрішні та зовнішні/глобальні (рис. 2.5).

<sup>314</sup> Однак виявлена авторами залежність не була статистично значуща.

<sup>315</sup> Mwase N., Kumah F.Y. Revisiting the Concept of Dollarization: The Global Financial Crisis and Dollarization in Low-Income Countries. *International Monetary Fund*, 2015. 32 p.

<sup>316</sup> Levy-Yeyati E., Sturzenegger F. Classifying exchange rate regimes: Deeds vs. Words. *European Economic Review*. 2005. Vol. 49, No 6. P. 1603–1635. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.euroecorev.2004.01.001>.

<sup>317</sup> Berkmen S. P., Cavallo E. Exchange Rate Policy and Liability Dollarization: What do the Data Reveal about Causality? *Review of International Economics*. 2010. Vol. 18, No 5. P. 781–795. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1467-9396.2010.00890.x>.

<sup>318</sup> Arteta C. O. Exchange rate regimes and financial dollarization: does flexibility reduce bank currency mismatches? *International Finance Discussion Paper. Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.)*. 2002. URL: <https://ideas.repec.org/p/fip/fedgif/738.html>; Weymouth S. Political Institutions and Property Rights: Veto Players and Foreign Exchange Commitments in 127 Countries. *Comparative Political Studies*. 2011. Vol. 44, No 2. P. 211–240. DOI: <https://doi.org/10.1177/0010414010382629>.

<sup>319</sup> Garcia-Escribano M. Peru: Drivers of de-dollarization. *International Monetary Fund*, 2010. URL: [https://books.google.com/books?hl=en&lr=&id=HTgJTj8-BGwC&oi=fnd&pg=PA3&dq=%22about+80+percent+of+deposits+\(and+credit\)+were+denominated+in%22+%22Credit+to+the+private%22+%22Includes+cashed+checks+at+the+bank,+deposited+at+the+bank,+and%22+&ots=Xrgr3CmcVM&sig=pCjTqPi2AtG89NjdtEkPryiLZO](https://books.google.com/books?hl=en&lr=&id=HTgJTj8-BGwC&oi=fnd&pg=PA3&dq=%22about+80+percent+of+deposits+(and+credit)+were+denominated+in%22+%22Credit+to+the+private%22+%22Includes+cashed+checks+at+the+bank,+deposited+at+the+bank,+and%22+&ots=Xrgr3CmcVM&sig=pCjTqPi2AtG89NjdtEkPryiLZO); Kokenyne A., Ley J., Veyrune R. Dedollarization. *IMF Working Paper*. 2010. Vol. 10. No. 188. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1662261](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1662261).

<sup>320</sup> Підтвердженням цього є факти значної дедоларизації в Лаосі (1995 р.), Польщі (1995-2000 рр.), Туреччині (2001 р.), Болівії, Перу, Парагваї та Уругваї (2001–2010 рр.).

<sup>321</sup> МВФ доволі колоритно описує даний процес як «хилитися проти вітру» (англ. «*to lean against the winds*»). *International Monetary Fund. Policy Instruments to Lean Against the Wind in Latin America. International Monetary Fund*, 2011. 235 p.

<sup>322</sup> Catão L., Terrones M. Financial De-Dollarization; A Global Perspective and the Peruvian Experience. *IMF Working Paper. International Monetary Fund*, 2016. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2016/wp1697.pdf>; Kokenyne A., Ley J., Veyrune R. Dedollarization. *IMF Working Paper*. 2010. Vol. 10. No. 188. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1662261](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1662261); Levy-Yeyati E. Financial Dedollarization: A Carrot and Stick Approach. *Business School Working Paper. Universidad Torcuato Di Tella*, 2003. URL: <https://ideas.repec.org/p/udt/wpsdt/nueve.html>.



**Рис. 2.5. Чинники дедоларизації**

*Джерело:* сформовано автором.

Внутрішні чинники:

- таргетування інфляції – в разі успішної імплементації посилює позиції національної валюти як засобу нагромадження. Однак важливим потенційним недоліком такої політики в умовах високої доларизації є загроза фінансової нестабільності, яка може бути спричинена надмірною курсовою волатильністю. Проте, як показує досвід, викликана даним застереженням «боязнь плавання» (англ. *«fear to float»*) часто є безпідставною, оскільки рівень волатильності курсу валют у державах, які сповідують інфляційне таргетування не завжди є вищим, ніж у державах з іншим типом монетарної політики <sup>323</sup>;

- макропруденційна політика – здійснюється, зокрема, через запровадження лімітів на співвідношення суми кредиту до його застави<sup>324</sup>, підвищення вимог до рівня капіталізації та міри забезпечення доларових кредитів і т. ін. Основною метою таких заходів, що все частіше застосовуються в країнах із високим рівнем доларизації, є уникнення кредитних «бумів», які

<sup>323</sup> Catão L., Terrones M. Financial De-Dollarization; A Global Perspective and the Peruvian Experience. IMF Working Paper. *International Monetary Fund*, 2016. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2016/wp1697.pdf>; Lin S., Ye H. Does Inflation Targeting Help Reduce Financial Dollarization? *Journal of Money, Credit and Banking*. 2013. Vol. 45. No 7. P. 1253–1274. DOI: <https://doi.org/10.1111/jmcb.12051>.

<sup>324</sup> Т. зв. «коефіцієнт LTV» (англ. *«loan-to-value ratio»*).



часто асоціюються із фінансовими кризами<sup>325</sup>, а також обмеження незахищеності фінансової системи від значних коливань валютних курсів<sup>326</sup>. Комплексне порівняння ефективності різних макропруденційних інструментів наводиться в дослідженні співробітників МВФ<sup>327</sup>;

- пряме та непряме «оподаткування» депозитів та кредитів в іноземній валюті – може, наприклад, реалізовуватись через диференціацію та зростання резервних вимог до деномінованих в іноземній валюті депозитів чи скорочення компенсацій центрального банку за доларовими резервними вимогами в порівнянні із інструментами в національній валюті. Проте при цьому чистий ефект кредитної дедоларизації залежатиме також від того, чи аналогічні обмеження застосовуються і щодо закордонних позик фінансових інститутів. Адже в іншому разі, менша доларизація депозитів, зумовлена зростанням резервних вимог, буде компенсуватись зростанням обсягу закордонних банківських запозичень;

- швидші темпи очікуваного економічного зростання – впливаючи на кредитний попит та повернення від інвестицій, приводять до зміни інтенсивності фінансової доларизації. Механізм передачі вказаних очікувань здійснюється через два канали. По-перше, через зростання обсягу інвестицій в державі, які приводять до підвищення попиту на позики як у національній, так і в іноземній валюті. Відповідно до того, наскільки еластичність за доходами доларових депозитів є вищою (нижчою), ніж депозитів у національній валюті, настільки зросте (зменшиться) кредитна доларизація. Другий канал передачі очікувань здійснюється через зростання чистого припливу капіталів, зумовленого

---

<sup>325</sup> Mendoza E. G., Terrones M. E. An Anatomy of Credit Booms and their Demise. Working Paper. *National Bureau of Economic Research*, September 2012. DOI: <https://doi.org/10.3386/w18379>.

<sup>326</sup> Проте не варто нівелювати також того факту, що ці заходи в середньо- та довгостроковій перспективі можуть негативно вплинути на фінансову глибину та економічне зростання. Крім того, деякі дослідження підтверджують невисоку ефективність макропруденційних інструментів стримування доларизації. Mwase N., Kumah F.Y. Revisiting the Concept of Dollarization: The Global Financial Crisis and Dollarization in Low-Income Countries. *International Monetary Fund*, 2015. 32 p.

<sup>327</sup> International Monetary Fund. Policy Instruments to Lean Against the Wind in Latin America. *International Monetary Fund*, 2011. 235 p.

підвищення впевненості іноземних інвесторів щодо економічного потенціалу держави<sup>328</sup>. Відповідно до зростання припливу іноземної валюти, який опосередковується банківською системою держави, зростає і рівень доларизації;

- зміна цін неторгових товарів порівняно з торговими – впливає на кредитний попит як у національній, так і в іноземній валютах. Загалом прийнято вважати, що відносне зростання цін неторгових товарів призводить до зростання попиту на кредити в національній валюті і відповідно скорочення доларизації, однак трапляються і зворотні ситуації – наприклад, зростання цін на нерухомість провокує зростання доларових позик<sup>329</sup>. В останньому випадку виникає загроза валютної невідповідності (англ. «*currency mismatch*») та надмірної чутливості фінансового сектору;

- зростання курсу національної валюти – ефект цього явища особливо яскраво виявлявся протягом останніх років завдяки почерговій зміні «сильного» та «слабкого» доларів. Побічним виявом можна вважати наявність обернено пропорційної залежності доларизації та рівня світових сировинних цін, які часто є похідними від курсу долара<sup>330</sup>;

- зменшення обсягів приватних переказів з-за кордону – може бути наслідком зростання внутрішньої зайнятості та доходів населення і скорочення еміграційних процесів.

Серед ендогенних (їх також можна назвати глобальними) факторів дедоларизації, які не залежать від держави<sup>331</sup>, можна виокремити такі:

---

<sup>328</sup> Дослідження Lane P. R., McQuade P. Domestic Credit Growth and International Capital Flows. The Institute for International Integration Studies Discussion Paper Series. *IIS*, 2013. URL: <https://ideas.repec.org/p/iis/dispap/iisdp428.html>; Phillips S., Catão L., Ricci L., Bems R., and et al. External Balance Assessment (EBA) Methodology. *IMF Working Papers* 2013. No. p 68. DOI: <http://dx.doi.org/10.5089/9781484346686.001> підтвердили, що вищі прогнози економічного росту сприяють зростанню чистого припливу капіталу та банківського кредитування.

<sup>329</sup> Catão L., Terrones M. Financial De-Dollarization; A Global Perspective and the Peruvian Experience. *IMF Working Paper. International Monetary Fund*, 2016. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2016/wp1697.pdf>.

<sup>330</sup> Лизун М. В., Ліщинський І. О. Вплив регіоналізації ринків нафти на динаміку валютних курсів та процеси валютної інтеграції. *Економічний простір*. 2015. №100. С. 13–23.

<sup>331</sup> Насамперед, маються на увазі малі відкриті економіки.

– світовий рівень процентних ставок – чим нижчий їх рівень, тим дешевшим буде залучення деномінованих у доларах ресурсів закордоном і тим меншим буде стимул до підтримки деномінованих у доларах депозитів (тобто відбуватиметься дедоларизація депозитів, але посиляться доларизація кредитів). Однак при цьому чистий ефект доларизації депозитів та кредитів буде неоднозначним і залежатиме від вихідного рівня доларизації депозитів у недепозитних зобов'язань, а також граничних витрат адміністрування рахунків в національній та іноземній валютах. Причиною зазначеного твердження<sup>332</sup> є те, що за оптимальних умов банки намагатимуться вирівняти граничні витрати усіх сегментів ринків депозитів та кредитів. Так, якщо частка доларових депозитів та кредитів у загальному обсязі депозитів і кредитів вже є високою, то банки намагатимуться отримати вигоду від низьких світових рівнів відсотка через збільшення частки депозитів і кредитів у національній валюті;

– неприйняття ризиків (англ. «*risk-aversion*»<sup>333</sup>) на світовому фінансовому ринку – виявляється в переході на валюти—«безпечні гавані» (а долар США є їх типовим представником). Так, у разі зростання неприйняття ризику, доларизація також зростає<sup>334</sup>. В емпіричних моделях неприйняття ризиків часто оцінюють за допомогою проксі-змінної індексу «*VIX*»<sup>335</sup>, що використовується для вимірювання непрямої волатильності опціонів *S&P 500*<sup>336</sup>.

Наслідки доларизації не можуть розглядатись однозначно для держав, які є її суб'єктами. Точка зору провідних держав, чия валюта використовується як інструмент доларизації, розглядалась у п. 1.2 при дослідженні переваг та недоліків валютної інтернаціоналізації (див. рис. 1.15). Проте чи не більш

<sup>332</sup> Catão L., Terrones M. Determinants of Dollarization; The Banking Side. IMF Working Paper. *International Monetary Fund*, 2000. URL: <https://ideas.repec.org/p/imf/imfwpa/00-146.html>

<sup>333</sup> Англ. «*aversion*» – «огида», «антипатія».

<sup>334</sup> Проте дослідження Н. Мвансе та Ф. Кумаха продемонстрували, що цей ефект може бути лише короткостроковим: Mwase N., Kumah F.Y. Revisiting the Concept of Dollarization: The Global Financial Crisis and Dollarization in Low-Income Countries. *International Monetary Fund*, 2015. 32 p.

<sup>335</sup> Повна назва – «*Chicago Board Options Exchange Volatility Index*».

<sup>336</sup> Mwase N., Kumah F.Y. Revisiting the Concept of Dollarization: The Global Financial Crisis and Dollarization in Low-Income Countries. *International Monetary Fund*, 2015. 32 p.; Catão L., Terrones M. Financial De-Dollarization; A Global Perspective and the Peruvian Experience. IMF Working Paper. *International Monetary Fund*, 2016. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2016/wp1697.pdf>.

важливим є аспект держав, які використовують доларизацію замість повноцінної автономної монетарної політики (у разі офіційної доларизації) чи адаптовують монетарну політику до умов втрати частини функціоналу національної валюти (за умов часткової доларизації). Результати порівняння переваг і загроз доларизації наведені на рис. 2.6.



**Рис. 2.6.** Переваги та недоліки доларизації для країн, що розвиваються

*Джерело:* сформовано автором.

У цьому контексті можна виділити такі переваги доларизації економік країн, що розвиваються:

1. Зменшення адміністративних витрат на підтримку інфраструктури випуску та обслуговування національної валюти<sup>337</sup> у випадку повної доларизації, а також скорочення трансакційних витрат<sup>338</sup> у випадку часткової доларизації. Ефект такого зниження особливо помітний для малих економік.

<sup>337</sup> Cohen B. J. Dollarization: Pros and Cons. Depart of Political Science, University of California, 2000.

<sup>338</sup> Bogetic Z. Official Dollarization: Current Experiences and Issues. Rochester, NY: Social Science Research Network, 2000. URL: <https://papers.ssrn.com/abstract=1809824>.

2. Мінімізація ризику знецінення національної валюти та стабілізації інфляційних процесів (особливо в умовах офіційної доларизації чи різних типів фіксації валютного курсу). Насамперед знижується волатильність реального курсу валют, адже доларизація забезпечує більше можливостей для хеджування та проведення виваженої валютно-курсової політики відповідно до кошика валют держав-торгових партнерів<sup>339</sup>.

3. Доларизація часто асоціюється із суттєвим зниженням процентів за кредитами для внутрішніх позичальників. Цей ефект виникає, по-перше, через отримання більшого доступу комерційними банками до світових кредитних ресурсів<sup>340</sup> і, по-друге, через зменшення ризику знецінення національної валюти, що, в свою чергу, знижує «націнку»<sup>341</sup> внутрішніх кредиторів<sup>342</sup>. Водночас скорочення курсового ризику приводить також до зростання впевненості і відповідно капіталовкладень іноземних інвесторів та кредиторів, які, стаючи дешевшими, сприяють диверсифікації портфеля резидентів, інтенсифікації їх споживання та інвестицій і, зрештою, економічному зростанню в державі.

4. Крім того, дозволяючи створювати валютні депозити в комерційних банках, уряд стимулює демонетизацію економіки, сповільнює процеси валютної субституції та розширює джерело доходів комерційних банків, що, в кінцевому результаті, зменшує вплив капіталу та посилює фінансову стабільність держави<sup>343</sup>.

---

<sup>339</sup> Bogetic Z. Official Dollarization: Current Experiences and Issues. Rochester, NY: Social Science Research Network, 2000. URL: <https://papers.ssrn.com/abstract=1809824>.

<sup>340</sup> Catão L., Terrones M. Financial De-Dollarization; A Global Perspective and the Peruvian Experience. IMF Working Paper. *International Monetary Fund*, 2016. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2016/wp1697.pdf>.

<sup>341</sup> Т. зв. «валютна премія» (англ. "currency" premium), яка часто розглядається в парі із т.зв. «премією держави» (англ. "country" premium) – під якою розуміється додаткове збільшення рівня процента задля компенсації ризику неповернення боргів іноземною державою (дефолту) (Cohen B. J. Dollarization: Pros and Cons. Depart of Political Science, University of California, 2000). Доларизація впливає лише на зменшення валютної премії, а не державної (хоча деякі економісти знаходять опосередковану залежність, наприклад: Bogetic Z. Official Dollarization: Current Experiences and Issues. Rochester, NY: Social Science Research Network, 2000. P. 23. URL: <https://papers.ssrn.com/abstract=1809824>).

<sup>342</sup> Cohen B. J. Dollarization: Pros and Cons. Depart of Political Science, University of California, 2000.

<sup>343</sup> Kokenyne A., Ley J., Veyrune R. Dedollarization. *IMF Working Paper*. 2010. Vol. 10. No. 188. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1662261](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1662261).

5. Зміцнення фінансового сектору держави через свого роду інтеграцію із більш потужним емітентом валюти-субститута<sup>344</sup>, який стимулюватиме вітчизняні інститути до зростання ефективності та якості наданих послуг. Доларизація може розглядатись як сигнал перманентного прагнення держави до низького рівня інфляції, фіскальної відповідальності та транспарентності (особливо у разі відсутності цінової та фінансової стабільності в минулому)<sup>345</sup>. Доларизація знижує втрату купівельної спроможності податків нарахованих сьогодні, але сплачених у майбутньому (обернений ефект Олівейри–Танці)<sup>346</sup>. Скорочуються також обсяги необхідних резервів, оскільки доларизація та фінансова інтеграція роблять фінансову систему держави часткою глобального пулу ліквідності.

6. Посилення торговельних та фінансових взаємозв'язків між державами в довгостроковій перспективі можна назвати ще одним позитивним моментом доларизації<sup>347</sup>.

На противагу розглянутим перевагам, доларизації иластива також низка загроз. Дослідники здебільшого акцентують увагу на економічних недоліках, таких як втрата монетарної автономії чи доходів від сеньйоражу. Проте, на думку Б. Коена, вони є не настільки суттєвими як видається<sup>348</sup>. Значно більшу небезпеку можуть становити політичні наслідки доларизації, такі як втрата могутнього символу національної ідентичності, дипломатична ізоляція тощо. Тим не менше розглянемо більш детально кожен із цих груп загроз.

В економічній площині виокремимо такі недоліки доларизації:

- втрата монетарної автономії через неможливість подальшого здійснення одностороннього контролю за пропозицією грошей та валютним курсом.

---

<sup>344</sup> Тут і надалі, якщо це не буде принципово, вживатимемо термін «валюта-субститут» також для позначення ефекту субституції активів, що не зовсім коректно з формальної точки зору, але стилістично «легше» сприймається українською мовою.

<sup>345</sup> Cohen B. J. Dollarization: Pros and Cons. Depart of Political Science, University of California, 2000.

<sup>346</sup> Bogetic Z. Official Dollarization: Current Experiences and Issues. Rochester, NY: Social Science Research Network, 2000. URL: <https://papers.ssrn.com/abstract=1809824>

<sup>347</sup> Mugano G. Cost benefit analysis of dollarization. *The Herald Online*, 6 February 2016. URL: <http://www.herald.co.zw/cost-benefit-analysis-of-dollarisation/>.

<sup>348</sup> Cohen B. J. Dollarization: Pros and Cons. Depart of Political Science, University of California, 2000.

Ієрархічну піраміду грошово-кредитної політики за умов офіційної доларизації очолюють ФРС, ЄЦБ чи інші інститути, які лише де-юре повинні враховувати національні інтереси доларизованої держави при прийнятті рішень. Заради справедливості варто зазначити, що монетарна автономія в доларизованих державах переважно суттєво втрачена задовго до початку офіційного визнання чи впровадження доларизації. І чим більшим був рівень валютної субституції, викликаний дією ринкових чинників, тим більш фантомними були урядові можливості впливу на макроекономічну ситуацію, а отже, реальні втрати монетарних повноважень у разі офіційної доларизації будуть суто умовними<sup>349</sup>. Проте деякі економісти<sup>350</sup> вказують, що побоювання доларизації не є безпідставними, зазначаючи, що за умов валютного заміщення економіка стикається із нестабільним попитом на гроші, більш еластичною ціновою реакцією на монетарні шоки, сильнішими девальваційними очікуваннями. В умовах фінансової доларизації (насамперед доларизації депозитів) підвищуються вимоги до обсягів резервів<sup>351</sup>;

- позбавлення такого альтернативного джерела доходів бюджету, як сеньйораж. В умовах офіційної доларизації держава втрачає прерогативу емісії грошей, а отже, не матиме можливості профінансувати частину власних витрат через «запуск друкарського верстата». Хоча доволі часто держави отримують право деякої компенсації втрат шляхом укладення додаткових угод з емітентом валюти-субститута про участь у сеньйоражі. Втрати сеньйоражу також доволі суттєві за умов значного рівня неофіційної валютної субституції;

- часткова доларизація збільшує балансові ризики (англ. «*balance sheet risks*»). Прямі валютні ризики виникають через валютне незбігання банківських балансів. Непрямі кредитні ризики, пов'язані з девальвацією, виникають на

<sup>349</sup> Cohen B. J. Dollarization: Pros and Cons. Depart of Political Science, University of California, 2000.

<sup>350</sup> Baliño T., Bennett A., Borensztein E. Monetary Policy in Dollarized Economies. IMF Occasional Paper. *International Monetary Fund* 1999: March 15, 1999. URL: <http://econpapers.repec.org/paper/imfimoep/171.htm>; Ize A., Yeyati E.L. Financial De-dollarization: Is It for Real? *Financial Dollarization Procyclicality of Financial Systems in Asia* / Ed. A. Armas, Al. Ize, E. L. Yeyati. Basingstoke: Palgrave Macmillan, 2006. P. 38–63. DOI: [https://doi.org/10.1057/9780230380257\\_3](https://doi.org/10.1057/9780230380257_3)

<sup>351</sup> Хоча за повної доларизації резервні вимоги зменшуються, про що зазначалось вище.

підґрунті значних кредитів в іноземній валюті незахеджованим позичальникам. Девальвація нівелює доходи від процентних ставок за кредитами в іноземній валюті, обмежує можливості позичальників до погашення валютної заборгованості, що зрештою може дати поштовх до спалаху банківської та макроекономічної кризи<sup>352</sup>;

- втрата привілею «кредитора останньої інстанції» (англ. «*lender of last resort*»), що виявляється у неможливості центрального банку вільно проводити дисконтування у випадку фінансової кризи і відповідно зростання ризику ліквідності для національних комерційних банків. Щоправда, доларизація знижує загальну потребу в резервах, оскільки зовнішні трансакції, які до офіційної доларизації вимагали обміну валют, тепер можуть розглядатись як еквівалент внутрішніх трансакцій. Відповідно частина валютних активів центральних банків із стабілізаційного фонду може бути перенаправлена на підтримку фінансових інститутів в умовах кризових явищ. Альтернативою може бути також створення фондів контингентування чи гнучких кредитних ліній з іноземними монетарними та фінансовими інститутами із забезпеченням у вигляді майбутніх податкових надходжень чи частки від сеньйоражу<sup>353</sup>;

- доларизація може знизити ефективність платежів, оскільки іноземні банкноти не завжди адаптовані до локальних ділових потреб (і дрібних трансакцій). Доларизована країна не може контролювати якість банкнот у циркуляції<sup>354</sup>. До цієї категорії недоліків можна віднести також одноразові витрати на конвертування цін, комп'ютерних програм, касових апаратів, банкоматів і т. ін.<sup>355</sup>

---

<sup>352</sup> Kokenyne A., Ley J., Veyrune R. Dedollarization. *IMF Working Paper*. 2010. Vol. 10. No. 188. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1662261](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1662261)

<sup>353</sup> Cohen B. J. Dollarization: Pros and Cons. Depart of Political Science, University of California, 2000.

<sup>354</sup> Kokenyne A., Ley J., Veyrune R. Dedollarization. *IMF Working Paper*. 2010. Vol. 10. No. 188. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1662261](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1662261)

<sup>355</sup> Bogetic Z. Official Dollarization: Current Experiences and Issues. Rochester, NY: Social Science Research Network, 2000. URL: <https://papers.ssrn.com/abstract=1809824>



Чітко виокремити політичні недоліки та загрози доларизації дещо складніше, враховуючи їх більш комплексну природу. До них належать такі:

– втрата символу національної ідентичності. Б. Коен описує два шляхи впливу такого штибу: по-перше, національна грошова одиниця щоденно нагадує громадянам про їх зв'язок із державою; по-друге, грошова одиниця підкреслює соціальну єдність резидентів та їх відособленість від «решти світу»<sup>356</sup>;

– наявність національної грошової одиниці для уряду є також своєрідним засобом страхування від ризиків. Повертаючись до розмови про сеньйораж, можна стверджувати, що він є дещо більшим, ніж просто альтернативним джерелом доходів. Важливішим фактором є те, що сеньйораж може бути «аварійним» джерелом доходів, який уряд спроможний негайно залучити у разі надзвичайних ситуацій (наприклад, воєнних дій), не очікуючи на надходження від податків чи позик. Як зазначив Дж. М. Кейнс, «... уряд може жити за рахунок сеньйоражу, коли жити немає більше за що»<sup>357</sup>;

– загроза зовнішньоекономічної та дипломатичної залежності. В умовах доларизації держава не може повністю ізолюватись чи провести чіткі економічні межі із зовнішнім світом, втрачаючи цим самим символ політичної влади. Участь у системі валютної ієрархії неминуче призводить до залежності.

Загалом можна стверджувати, що доларизація є природним наслідком зростання відкритості економіки та лібералізації фінансових ринків<sup>358</sup>. Інтегруючись у світову економіку, держави стають більш чутливими до зовнішніх шоків; а прагнення суб'єктів захеджувати ризики, сприяючи зростанню рівня доларизації<sup>359</sup>. Завданням держави в такому разі має бути

<sup>356</sup> Cohen B. J. Dollarization: Pros and Cons. Depart of Political Science, University of California, 2000.

<sup>357</sup> Keynes J. M. A tract on monetary reform. London: Macmillan and Co., Limited, 1923. P. 37.

<sup>358</sup> Baliño T., Bennett A., Borensztein E. Monetary Policy in Dollarized Economies. IMF Occasional Paper. International Monetary Fund 1999: March 15, 1999. URL: <http://econpapers.repec.org/paper/imfifocp/171.htm>.

<sup>359</sup> Kokenyne A., Ley J., Veyrune R. Dedollarization. *IMF Working Paper*. 2010. Vol. 10. No. 188. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1662261](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1662261).

визначення та підтримка оптимального рівня доларизації, який залежатиме від таких структурних факторів, як розмір економіки, її відкритість, рівень фінансової інтеграції та розвиток ринків.

### **2.3. Валютні союзи як колективна форма регіональної монетарної інтеграції**

Визначивши основні засади, структуру та наслідки режимів валютної ради та доларизації, розглянемо особливості базового типу валютної інтеграції – валютних (монетарних) союзів. Проте насамперед варто зазначити, що доволі складно провести чіткі «межі» між поняттями «доларизація» (яку іноді називають неформальним валютним союзом) та «валютний союз». Центральною відмінністю є односторонній чи колективний характер прийняття рішень про створення інтеграційного об'єднання. Однак у більшості випадків доларизація відбувається за згодою (чи принаймні незапереченням) емітента якірної валюти, який більшою чи меншою мірою бере до уваги існування валютних сателітів. Факти опротестування використання власної валюти в якості офіційного платіжного засобу іншими державами є доволі рідкісними (можна навести хіба що приклад слабого заперечення деяких офіційних осіб ЄЕВС щодо використання євро Чорногорією та Косово). Наприклад, випадок валютних взаємовідносин між Швейцарією та Ліхтенштейном переважно описують в світлі доларизації, однак йому також характерні багато рис валютного союзу, враховуючи офіційний дипломатичний протекторат Швейцарії над Ліхтенштейном, спільну участь у митному союзі та підписану взаємну угоду про використання швейцарського франка як національної валюти Ліхтенштейну. Аналогічно випадки формальних угод ЄЕВС із Монако, Андоррою, Сан-Марино, як і співпраця США в рамках Договору про вільну асоціацію, містять одночасно багато ознак, властивих як доларизації, так і валютного союзу.

Переважно економісти (особливо західні) не розмежовують терміни «монетарний союз» та «валютний союз», проте ми вважаємо, що в більш спеціалізованих дослідженнях є сенс провести межу (хоч і дещо розмиту) між ними, яка демонструватиме рівень глибини інтеграційних процесів в об'єднанні. Так, у нашому дослідженні виділятимемо відокремлено:

- валютний союз, як альянс, що ґрунтується на колективному рішенні (а не односторонньому, як у разі доларизації) використовувати єдину національну валюту (чи різні, але абсолютно взаємоконвертовані за фіксованим паритетом валюти <sup>360</sup>) та інтегрувати базові засади валютної політики. Часто такі союзи мають яскраво вираженого лідера, монетарний суб'єкт якого детермінує валютну стратегію і політику об'єднання. Сучасними прикладом таких союзів можна назвати валютні альянси Сінгапуру та Брунею Даруссаламу, ПАР із Свазілендом та Лесото;

- монетарний союз – валютний союз із більш глибокими процесами інтеграції грошово-кредитної (а часто і загальноекономічної) політики.

У контексті цього твердження варто зазначити, що у західній (особливо американській) науковій літературі іноді розрізняють «звичайні» валютні чи монетарні союзи (англ. «*currency / monetary unions*»), 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 <sup>361</sup>. У вітчизняній науковій літературі ці два підвиди валютного союзу іноді класифікують як «валютно-курсний союз» та «повна фінансова інтеграція» <sup>362</sup>.

Доволі часто валютні та монетарні союзи також називають спільними валютними зонами (англ. «*common currency area*») <sup>363</sup>, однак в даній роботі ми розглядаємо останні в ширшому манделівському значенні як агрегацію офіційної доларизації та валютного союзу.

---

<sup>360</sup> Тобто можна додатково розмежувати ще «валютний союз» (єдина валюта) та валютно-курсний союз (різні валюти).

<sup>361</sup> Bignon V., Breton R., Breu M.R. Monetary Union with a Single Currency and Imperfect Credit Market Integration. *FIW Working Paper series*. 2015. URL: <https://ideas.repec.org/p/wsr/wpaper/y2015i153.html>; Currency Union. *Investopedia*, 13 February 2011. URL: <http://www.investopedia.com/terms/c/currency-union.asp>. 2011 (Last accessed: 12.09.2017)

<sup>362</sup> Юрій С. І., Федосов В. М. Фінанси: підручник. Київ: Знання, 2008. 611 с.

<sup>363</sup> Про те, що терміни «валютний союз», «монетарний союз» та «спільна валютна зона» є синонімами, прямо вказано, наприклад, у праці: Bergin P. Monetary Union. *The Concise Encyclopedia of Economics*. URL: <http://www.econlib.org/library/Enc/MonetaryUnion.html> (Last accessed: 18.04.2017). В україномовній науковій літературі більш поширеним є словосполучення «валютний союз», в англійській – «монетарний».

Класичне трактування валютного союзу запропонував у 1976 р. П. Аллен, який визначив три його принципові критерії<sup>364</sup> (рис. 2.7):



**Рис. 2.7. Мінімальні критерії валютного союзу**

*Джерело:* сформовано автором за: Allen P. R. Organization and administration of a monetary union. Princeton: International Finance Section, Dept. of Economics, Princeton University, 1976. 100 p. URL: [https://www.princeton.edu/~ies/IES\\_Studies/S38.pdf](https://www.princeton.edu/~ies/IES_Studies/S38.pdf).

1. Наявність спільної валюти або, у випадку 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 існуючої 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).

<sup>364</sup> Allen P. R. Organization and administration of a monetary union. Princeton: International Finance Section, Dept. of Economics, Princeton University, 1976. 100 p. URL: [https://www.princeton.edu/~ies/IES\\_Studies/S38.pdf](https://www.princeton.edu/~ies/IES_Studies/S38.pdf).

2. Спільна монетарна політика, в тому числі наднаціональне регулювання монетарної бази та обумовлення здатності комерційних банків до створення грошей.

Наразі відомі чотири типи інституційної імплементації монетарної політики валютних союзів:

- створення спільного наднаціонального центрального банку (як ЄЦБ в ЕВС);
- наявність лише одного національного центробанку (наприклад, Швейцарський національний банк визначає монетарну політику Швейцарії та Ліхтенштейну);
- функціонування більш ніж одного мультинаціонального центрального банку (як Західноафриканський та Центральноафриканський центральні банки в зоні франка 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 (ЕВС ЄС, ЄВЗ).

Наведені три вимоги є своєрідною «програмою-мінімум» для всіх типів валютних союзів, хоча можливі й інші інституційні моделі, які вводять додаткові критерії щодо використання валюти, ролі центральних банків та рівня економічної та політичної інтеграції між його членами.

Наприклад, у звіті Раді та Комісії Європейського економічного співтовариства від 1970 р. (більш відомий як Доповідь чи Звіт Вернера) визначено набір першочергових умов<sup>365</sup> для ідентифікації валютного союзу:

1. Валюти держав-членів повністю і незворотно конвертовані між собою.
2. Номінальні значення взаємних валютних курсів фіксовані безповоротно.
3. Коливання навколо зазначених паритетів повністю усунуті.
4. Абсолютно вільний рух капіталів.

Другий набір умов, котрі зазначені у Доповіді Вернера, стосується централізації монетарної політики. Зокрема, централізованими повинні бути всі рішення, що стосуються ліквідності, процентних ставок, інтервенцій на валютних ринках, управління резервами та встановлення валютних паритетів із рештою світу.

Зрештою у Доповіді Вернера прийняття єдиної валюти вважається, хоч і не обов'язковою, проте бажаною умовою валютного союзу, оскільки це буде важливим психологічним і політичним сигналом незворотності процесу.

К. де Ванссай взагалі наголошував, що валютні союзи за своєю природою є радше політичними, ніж економічними об'єднанням, склад яких змінюється під впливом трансформації геополітичних реалій<sup>366</sup>.

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. Балаша: зони вільної торгівлі, митного союзу, спільного ринку, економічного союзу та політичного союзу<sup>367</sup>. Цей факт зумовив дискусії між «монетаристами» і «економістами» про стратегію і терміни створення валютного союзу, зокрема щодо його проміжної

---

<sup>365</sup> Так звані «необхідні умови» (англ. *«necessary conditions»*), як їх почали називати після Звіту Делора від 1989 р. Деякі дослідники (наприклад, Дж. Інграм) розглядали згадані умови в якості визначення валютної інтеграції (Ingram J. C. The Case for European Monetary Integration. *Essays in International Finance*, No. 98. International Finance Section, Department of Economics, Princeton University, 1973. URL: <https://books.google.com.ua/books?id=a8VIAAAAYAAJ>).

<sup>366</sup> De Vanssay X. Monetary unions: a historical perspective. Before and beyond EMU: historical lessons and future prospects. *Crowley Routledge studies in the modern world economy* / Ed. Patrick M. London; New York: Routledge, 2002.

<sup>367</sup> Balassa B. *The Theory of Economic Integration*. London: Routledge, 2013. 286 p.

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 і фінансову політику, тим самим зменшуючи відмінності в заробітній платі й цінах, та дозволять легше досягти жорсткості валютного курсу. «Економісти» ж доводять, що на першому місці мають 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<sup>368</sup>.

Мотивація створення валютних союзів ґрунтується на двох групах переваг. Перша група, на якій акцентував увагу ще Р. Мандел у 1961 р.<sup>369</sup>, включає зниження втрат від конвертування валют та поступове нівелювання розбіжностей у відносних цінах, зумовлених 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 відповідно 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 мають на увазі антиінфляційні заходи, які переважно стають більш ефективними через посилення контролю за монетарними правилами з боку «держави-якоря» чи владних структур валютного союзу<sup>370</sup>. Математичну модель, що включає

---

<sup>368</sup> Ingram J. C. The Case for European Monetary Integration. *Essays in International Finance*, No. 98. International Finance Section, Department of Economics, Princeton University, 1973. URL: <https://books.google.com.ua/books?id=a8VIAAAAYAAJ>.

<sup>369</sup> Mundell R. A Theory of Optimum Currency Areas. *The American Economic Review*. 1961. Vol. 51, No. 4. P. 657–665.

<sup>370</sup> Silva J.M., Tenreyro S. Currency Unions in Prospect and Retrospect. CEP Discussion Paper. *Centre for Economic Performance*, LSE, 2010. URL: <https://ideas.repec.org/p/cep/cepdps/dp0986.html>.



зобов'язання від участі у валютному союзі, представили А. Алесіна та Р. Барро<sup>371</sup>.

Основним аргументом проти валютного союзу, як і у разі доларизації, є втрата можливості автономного формування монетарної політики відповідно до потреб держави. Проте за певних умов виникає ситуація, коли ця втрата стає відносно незначною – інакше кажучи, сповнюються критерії т. зв. «оптимальної валютної зони» (ОВЗ; англ. «*optimum currency area*», *OCA*).

ОВЗ слід трактувати як географічну територію, для якої оптимально (в плані добробуту) використовувати єдину чи спільну валюту замість окремої національної<sup>372</sup>. В економічній літературі сьогодні стало фактично каноном оцінювати оптимальність через досягнення трьох цілей: повної зайнятості, внутрішньої цінової стабільності та рівноважного платіжного балансу<sup>373</sup>. 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».

Теорія ОВЗ (яка за своєю суттю і є теорією валютних союзів) та численні, а іноді й суперечливі та взаємовиключні, критерії оптимальності валютних зон детальніше будуть розглядатись в п. 2.4. Наразі ж більш глибоко висвітлимо основні аргументи на користь та проти участі у валютному союзі та їх емпіричну перевірку (якщо така здійснювалась).

Основними перевагами валютного союзу є такі:

1. Зменшення трансакційних витрат. Цей аспект монетарної інтеграції вже розглядався в частині присвяченій інтернаціоналізації валюти. Емпірична

---

<sup>371</sup> Alesina A., Barro R. J. Currency Unions. Working Paper. *National Bureau of Economic Research*. 2000. DOI: <https://doi.org/10.3386/w7927>.

<sup>372</sup> Хоча ОВЗ за визначенням її «творця» Р. Мандела – «... територія, в якій валютні курси фіксуються», а спільна валютна зона є наступним кроком інтеграції з прийняттям однієї спільної валюти серед членів валютного союзу (Mundell R. A Theory of Optimum Currency Areas. *The American Economic Review*. 1961. Vol. 51, No. 4. P. 657–665).

<sup>373</sup> Silva J.M., Tenreiro S. Currency Unions in Prospect and Retrospect. CEP Discussion Paper. *Centre for Economic Performance*, LSE, 2010. URL: <https://ideas.repec.org/p/cep/cepdp/dp0986.html>.

модель, яку запропонували А. Алесіна та Р. Барро<sup>374</sup>, демонструє бажаність валютних союзів в умовах зростання кількості держав та зменшення їх розміру (в моделі трансакційні витрати прирівняні до торгових витрат).

2. Зменшення витрат на хеджування ризиків валютно-курсової волатильності<sup>375</sup>.

3. Зростання взаємної торгівлі. Найбільш відоме емпіричне підтвердження залежності знаходимо в дослідженні Е. Роуза, який з допомогою гравітаційного моделювання продемонстрував, що обсяг двосторонньої торгівлі між двома країнами, які входять у валютний союз, в середньому в 3,35 рази вищий від торгівлі між іншими країнами<sup>376</sup>. Хоча пізніші уточнення моделі (в тому числі й самого Е. Роуза) продемонстрували зниження ефекту на 100%<sup>377</sup> і більше<sup>378</sup>. Щодо цього варто згадати також той факт, що дослідження залежності інтенсивності торговельного обороту від типу обмінного курсу (фіксованого чи плаваючого) продемонстрували загалом не надто сильний зв'язок<sup>379</sup>.

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. Більш того, держави, які «наважились» створити валютний союз, імовірно стимулюватимуть паралельно інтеграцію в інших сферах, в тому числі гармонізуючи стандарти та знижуючи торговельні бар'єри. За таких умов чистий

---

<sup>374</sup> Alesina A., Barro R.J. Currency Unions. Working Paper. *National Bureau of Economic Research*. 2000. DOI: <https://doi.org/10.3386/w7927>.

<sup>375</sup> Forlati C. On the benefits of a monetary union: Does it pay to be bigger? *Journal of International Economics*. 2015. Vol. 97, No 2. P. 448–463.

<sup>376</sup> Rose A. K. One Money, One Market: Estimating the Effect of Common Currencies on Trade. Working Paper. *National Bureau of Economic Research*, December 1999. DOI: <https://doi.org/10.3386/w7432>.

<sup>377</sup> Glick R., Rose A. K. Does a currency union affect trade? The time-series evidence. *European Economic Review*. 2002. Vol. 46, No 6. P. 1125–1151.

<sup>378</sup> Persson T. Currency unions and trade: how large is the treatment effect? *Economic Policy*. 2001. Vol. 16. No 33. P. 433–462.

<sup>379</sup> Eichengreen B., Irwin D. Trade blocs, currency blocs and the reorientation of world trade in the 1930s. *Journal of International Economics*. 1995. Vol. 38, No 1–2. P. 1–24; Frankel J. A., Stein E., Wei S.-J. Regional Trading Blocs in the World Economic System. Washington: Peterson Institute, 1997. 392 p.; Teneyro S. On the trade impact of nominal exchange rate volatility. *Journal of Development Economics*. 2007. Vol. 82, No 2. P. 485–508.

ефект посилення торгівлі від валютної інтеграції доволі важко кількісно виміряти.

Крім того, у дослідженнях кореляції торговельних наслідків валютної інтеграції не можливо (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 даного явища міститься в праці Р. Тома і Б. Волша<sup>380</sup>. 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<sup>381</sup>, до більш помірною спаду<sup>382</sup>.

Результати впливу валютного союзу на торгівлю між його учасниками також залежать від способу його створення. У випадку використання валютно-якоря більш розвинутої держави (т. зв. «*client-anchor arrangements*») спостерігається зростання взаємної торгівлі на рівні 50%<sup>383,384</sup>. Тоді як при створенні «повноцінного» валютного союзу із відносно рівномірним розподілом

---

<sup>380</sup> Thom R., Walsh B. The effect of a currency union on trade: Lessons from the Irish experience. *European Economic Review*. 2002. Vol. 46, No 6. P. 1111–1123.

<sup>381</sup> Fidrmuc J., Fidrmuc J. Disintegration and Trade. *Review of International Economics*. 2003. Vol. 11, No 5. P. 811–829. DOI: <https://doi.org/10.1046/j.1467-9396.2003.00419.x>.

<sup>382</sup> De Sousa J., Lamotte O. Does political disintegration lead to trade disintegration? Evidence from transition countries. *Economics of Transition*. 2007. Vol. 15, No 4. P. 825–843. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1468-0351.2007.00310.x>

<sup>383</sup> Teneyro S. On the causes and consequences of currency unions. Harvard University, Unpublished, 2001. URL: <https://pdfs.semanticscholar.org/b443/ae3c66a4705f3fd3c0048919209fc4fc620d.pdf>.

<sup>384</sup> Іншим цікавим моментом даного дослідження є виявлення критеріїв імовірності 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 валютний союз більш імовірний).

ініціатив та зобов'язань учасників, ефект для торгівлі може навіть перевищити результат Е. Роуза<sup>385</sup> (див. дослідження А. Алесіна та співавторів<sup>386</sup>).

Емпіричні підтвердження ролі валютного союзу для розвитку торговельних відносин між державами-членами ЄС є також доволі неоднозначними, враховуючи високий рівень інтеграції, який вже існував до введення євро. Перше дослідження в цьому напрямі було проведено А. Мікко та співавторами<sup>387</sup>. Воно показало зростання торгівлі на 8–16% порівняно із членами ЄС, що не використовують євро, і на 4–10% щодо інших розвинутих держав. Пізніші уточнення цієї моделі<sup>388</sup> загалом підтвердили позитивний ефект створення ЄВВС на розвиток взаємної торгівлі. Діапазон ефекту коливався від 2% у Р. Болдвіна<sup>389</sup> до понад 70% у С. Гіль-Пареха та співавторів<sup>390</sup>. А одне із останніх досліджень в даному напрямку<sup>391</sup> взагалі продемонструвало від'ємний ефект (хоч і статистично не значущий), що може свідчити про перевищення ефекту конвергенції нових членів ЄС, багато з яких не використовує євро.

4. Інтенсифікація інтеграційних процесів на ринках капіталу. Згідно з теорією ОВЗ, створення валютного союзу має сприяти не лише розвитку торгівлі товарами та послугами, а й взаємному обміну активами. Завдяки нижчим

<sup>385</sup> Rose A. K. One Money, One Market: Estimating the Effect of Common Currencies on Trade. Working Paper. *National Bureau of Economic Research*, December 1999. DOI: <https://doi.org/10.3386/w7432>.

<sup>386</sup> Alesina A., Barro R. J., Tenreyro S. Optimal Currency Areas. *NBER Macroeconomics Annual*. 2002. Vol. 17. P. 301–345. DOI: <https://doi.org/10.1086/ma.17.3585292>; Barro R., Tenreyro S. Economic Effects of Currency Unions. *Economic Inquiry*. 2007. Vol. 45, No 1. P. 1–23. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1465-7295.2006.00001.x>.

<sup>387</sup> Micco A., Stein E., Ordoñez G.L. The Currency Union Effect on Trade: Early Evidence from EMU. Research Department Publications. *Inter-American Development Bank*, Research Department, July 2003. URL: <https://econpapers.repec.org/paper/idbwpaper/4339.htm>.

<sup>388</sup> Bun M., Klaassen F. Has the Euro Increased Trade? Rochester, NY: Social Science Research Network, 2002. URL: <https://papers.ssrn.com/abstract=338602>; Flam H., Nordström H. Euro Effects on the Intensive and Extensive Margins of Trade. Rochester, NY: Social Science Research Network, 2006. URL: <https://papers.ssrn.com/abstract=956274>; Baldwin R. E., Skudelny F., Taglioni D. Trade Effects of the Euro: Evidence from Sectoral Data. NY: Rochester. *Social Science Research Network*. 2005. URL: <https://papers.ssrn.com/abstract=668246>; Baldwin R. E. In Or Out: Does it Matter? : An Evidence-based Analysis of the Euro's Trade Effects. Centre for Economic Policy Research, 2006. 126 p.; Gil-Pareja S., Llorca-Vivero R., Martínez-Serrano J.A. Trade effects of monetary agreements: evidence for OECD countries. *European Economic Review*. 2008. Vol. 52. No 4. P. 733–755.

<sup>389</sup> Baldwin R. E. In Or Out: Does it Matter? : An Evidence-based Analysis of the Euro's Trade Effects. Centre for Economic Policy Research, 2006. 126 p.

<sup>390</sup> Gil-Pareja S., Llorca-Vivero R., Martínez-Serrano J.A. Trade effects of monetary agreements: evidence for OECD countries. *European Economic Review*. 2008. Vol. 52. No 4. P. 733–755

<sup>391</sup> Silva J.M., Tenreyro S. Currency Unions in Prospect and Retrospect. CEP Discussion Paper. *Centre for Economic Performance*, LSE, 2010. URL: <https://ideas.repec.org/p/cep/cepdp/dp0986.html>.

трансакційним витратам і усуненню валютних ризиків функціонування валютного союзу приводить до поглиблення та зростання ліквідності фінансових ринків його членів, а також забезпечує потенційно вищий рівень взаємних іноземних інвестицій (емпіричні підтвердження здійснюються численними науковцями<sup>392</sup>). Більш інтегровані фінансові ринки, в свою чергу, підвищують ефективність розміщення капіталу, даючи змогу диверсифікувати економічні шоки, зменшуючи цим самим їхній негативний вплив на споживання<sup>393</sup>.

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 визначити два найбільш очевидні результати<sup>394</sup>:

- стрімку інтеграцію ринку облігацій країн ЄВВС із різким скороченням дисперсії рівня процентних ставок серед його членів<sup>395</sup>;
- зростання транскордонних купівель акцій та облігацій, а також інтенсивності ПІІ поміж членами ЄВВС.

5. Зменшення рівня інфляції<sup>396</sup>. Створюючи валютні союзи із стабільнішими «державами-якорями», «держави-клієнти» зменшують схильність до інфляції, що виникає через непослідовну грошово-кредитну політику. Зворотним боком медалі може стати, звісно, втрата цінової

<sup>392</sup> Martin P., Rey H. Financial Super-Markets: Size Matters for Asset Trade. Université Paris1 Panthéon-Sorbonne (Post-Print and Working Papers). HAL, 2004. URL: <http://econpapers.repec.org/paper/halcsptp/halshs-00176904.htm>; Papaioannou E., Portes R. Costs and benefits of running an international currency. European Economy Economic Papers. Brussels: Office for Infrastructures and Logistics, 2008. 93 p.; Lane P. R. The Real Effects of European Monetary Union. *Journal of Economic Perspectives*. 2006. Vol. 20. No 4. P. 47–66. DOI: <https://doi.org/10.1257/jep.20.4.47>.

<sup>393</sup> Silva J.M., Tenreyro S. Currency Unions in Prospect and Retrospect. CEP Discussion Paper. Centre for Economic Performance, LSE, 2010. URL: <https://ideas.repec.org/p/cep/cepdp/dp0986.html>.

<sup>394</sup> Lane P. R. The Real Effects of European Monetary Union. *Journal of Economic Perspectives*. 2006. Vol. 20. No 4. P. 47–66. DOI: <https://doi.org/10.1257/jep.20.4.47>; Kalemli-Ozcan S., Papaioannou E., Peydró J.-L. What Lies Beneath the Euro's Effect on Financial Integration: Currency Risk, Legal Harmonization, or Trade? Working Paper. National Bureau of Economic Research, June 2009. DOI: <https://doi.org/10.3386/w15034>; Spiegel M.M. Monetary and Financial Integration in the EMU: Push or Pull? *Review of International Economics*. 2009. Vol. 17, No 4. P. 751–776. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1467-9396.2009.00847.x>; Cabral N. da C., Gonçalves J.R., Rodrigues N.C. The Euro and the Crisis: Perspectives for the Eurozone as a Monetary and Budgetary Union. Berlin: Springer, 2016. 378 p.

<sup>395</sup> Після глобальної фінансової кризи у 2008–2009 рр. та суверенної боргової кризи в деяких членах ЄВВС розбіжності у процентних ставках за облігаціями стали доволі значними, але поступово даний аспект номінальної конвергенції знову відновлюється (див. детальніше п. 3.3).

<sup>396</sup> Аспект інфляції в умовах асинхронних шоків розглядається нижче.

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.

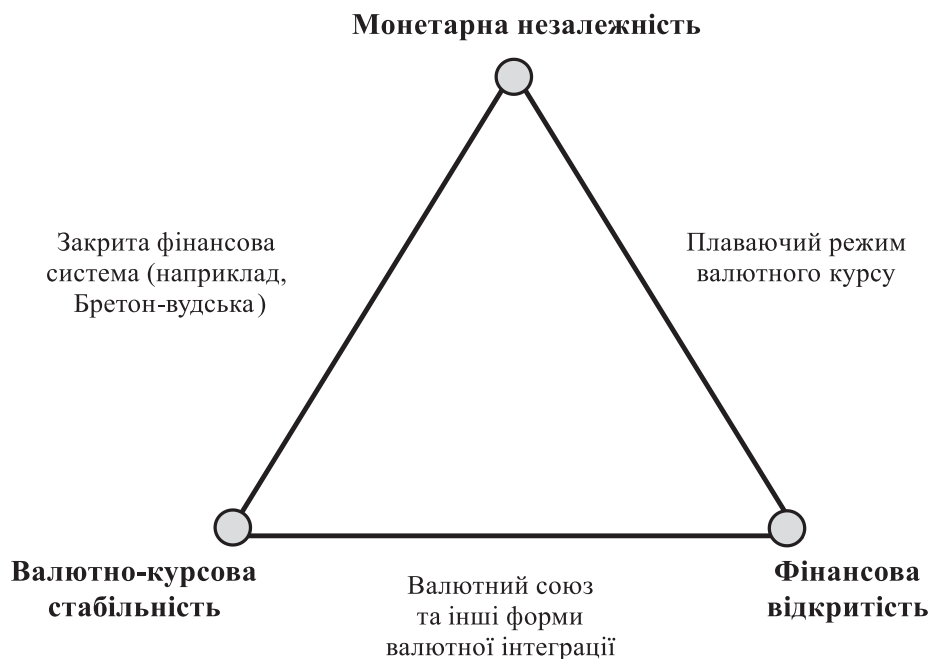
Звісно ж, окрім переваг, валютним союзам властива також низка недоліків:

1. Позбавлення інструментарію монетарної політики для окремих членів валютного союзу. Як уже зазначалось, основними недоліками створення валютного союзу є втрата автономності монетарної політики та відповідно нездатність держави оперативно реагувати на різного роду шоки з допомогою валютно-курсових інструментів. Візуально таку втрату монетарної автономії прийнято відображати за допомогою концепту «неможливої трійці» (чи «трилеми»<sup>32</sup>), котра демонструє суперечність одночасного досягнення монетарної незалежності, валютно-курсової стабільності та фінансової відкритості (передусім вільного руху капіталу) (рис. 2.8).

Згідно з теорією Р. Мандела, за умов досконалої мобільності капіталу монетарна політика стає абсолютно неефективною при фіксованому курсі валют (ситуація для ізольованої держави). При високому рівні валютної інтеграції центральні банки держав-членів зливаються в один наднаціональний монетарний інститут. Втрата такого важливого політичного та економічного інструменту, яким є здатність коригування валютного курсу, може спричинити серйозні проблеми у випадку різнонаправленості трендів приросту заробітних плат, продуктивності праці та цін. Зазначені проблеми можуть бути особливо гострими у випадку шоків, котрі виникають за межами валютної зони.

Однак кількісно оцінити втрату монетарної автономії доволі складно. Крім того, практика підтверджує, що навіть ті уряди, які потенційно мають можливість скористатись перевагою автоматичної адаптації валютного курсу у відповідь на шоки, доволі часто виявляють так звану «боязнь плавання» і не

використовують цього інструменту (Г. Кальво та К. Райнхарт називають їх «плавцями на словах» (англ. «*self-declared floaters*»<sup>397</sup>).



**Рис. 2.8. Трилема Мандела–Флемінга («неможлива трійця»)<sup>398</sup>**

*Джерело:* авторська візуалізація за: Mundell R. Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates. *The Canadian Journal of Economics and Political Science*. 1963. Vol. 29, No. 4. P. 475–85. DOI: <https://doi.org/10.2307/139336>; Fleming J.M. Domestic Financial Policies under Fixed and under Floating Exchange Rates. *IMF Staff Papers*. 1962. Vol. 9. No 3. P. 369–380.

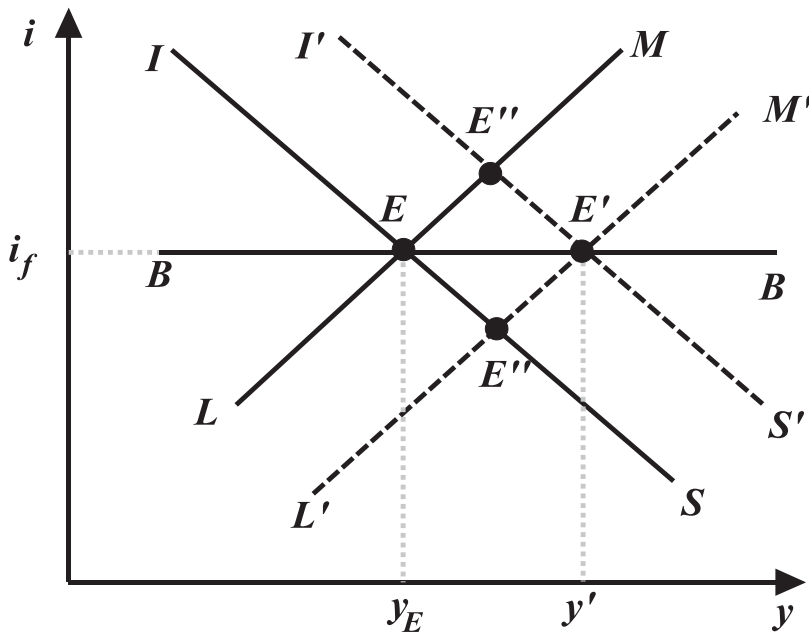
Таке небажання використовувати механізми валютно-курсової політики можна пояснити як наявністю альтернативних інструментів, що вважаються більш ефективними на заданий момент для суб'єкта макрополітики держави, так й іншими міркуваннями (наприклад, небажанням втратити довгострокову довіру серед резидентів або спровокувати реакцію типу «розори сусіда» (англ. «*beggar-thy-neighbor*»)) у торговельних партнерів чи викликати надмірну структурну нестабільність на фінансових ринках<sup>399</sup>.

<sup>397</sup> Calvo G.A., Reinhart C.M. Fear of Floating. *The Quarterly Journal of Economics*. 2002. Vol. 117, № 2. P. 379–408. DOI: <https://doi.org/10.1162/003355302753650274>.

<sup>398</sup> Сучасні варіації трилеми розглядаються на Рис. 2.144.

<sup>399</sup> Gandolfo G. *International Finance and Open-Economy Macroeconomics*. Springer-Verlag Berlin Heidelberg, 2016. 681 p. P. 535 URL: [//www.springer.com/in/book/9783662498606](http://www.springer.com/in/book/9783662498606).

2. Обмеження національної фіскальної політики. Фіскальна політика є ефективною за умов фіксованого курсу на основі тих же причин, чому неефективною є монетарна політика. Найкраще згаданий феномен продемонструвати з допомогою інструментарію моделі  $IS-LM$ , що демонструє формування загальної макроекономічної рівноваги як поєднання рівноваги на товарному (крива  $IS$ ;  $I$  – інвестиції,  $S$  – заощадження) та грошовому (крива  $LM$ ;  $L$  – ліквідність,  $M$  – пропозиція грошей) ринках у координатах рівня ставок процента  $i$  та рівня виробництва/доходу  $y$  (рис. 2.9).



**Рис. 2.9. Фіскальна та монетарна політики за умов плаваючого і фіксованого курсів валют (за досконалої мобільності капіталу)**

Джерело: Gandolfo G. *International Finance and Open-Economy Macroeconomics*. Springer-Verlag Berlin Heidelberg, 2016. 681 p. P. 232 URL: [//www.springer.com/in/book/9783662498606](http://www.springer.com/in/book/9783662498606).

Крива рівноваги платіжного балансу  $BB$  паралельна до осі абсцис, демонструючи, що за умов досконалої мобільності капіталу рівень національної процентної ставки  $i$  не може відхилитись від світового значення  $i_f$ . За експансійної монетарної політики крива  $LM$  зміщується вправо до  $L'M'$ , символізуючи, що надлишок пропозиції грошей здійснює тиск у напрямку



сторону зниження на рівень національних процентних ставок, стимулюючи цим зростання виробництва. Однак нова рівновага в точці  $E''$  є лише гіпотетичною, як тільки рівень процентних ставок опускається нижче  $i_f$ , то відразу починає спостерігатися вплив капіталу, що призводить до дефіциту платіжного балансу. В цьому моменті виявляється відмінність між плаваючим та фіксованим курсом. За умов фіксованого курсу, дефіцит платіжного балансу призводить до скорочення обсягу пропозиції грошей, що стимулює відновлення початкової рівноваги, тобто відбувається зміщення кривої  $L'M'$  назад до  $LM$ . Будь-які спроби експансійної політики призводять до зменшення резервів іноземної валюти без жодного ефекту для національного доходу, а отже, монетарна політика є абсолютно неефективною. Якщо рівень резервів іноземної валюти досягне нуля, від фіксованого курсу валют доведеться відмовитись (т. зв. валютна криза). І навпаки, за умов плаваючого курсу валют, дефіцит платіжного балансу призводить до знецінення валюти, а також до зміщення кривої  $IS$  вправо до  $I'S'$ . Нова сформована рівновага в точці  $E'$  відповідає вищому рівню доходів – відповідно ціль монетарної політики досягнута.

За експансійної фіскальної політики, то вона крива  $IS$  зміщується вправо до  $I'S'$ . Тиск надлишкового попиту стимулює зростання випуску. Підвищення ж доходів стимулює додатковий попит на гроші, котрий, беручи до уваги незмінну пропозицію грошей, викликає висхідний стимул для зростання національної процентної ставки  $i$ . Щоправда точка рівноваги  $E''$  є гіпотетичною, коли національна процентна ставка перевищить світовий рівень  $i_f$ , починає спостерігатись додатковий приплив капіталу, що, за умови фіксованого курсу, збільшує пропозицію грошей ( $LM$  зміщується вправо до  $L'M'$ ). Нова сформована рівновага в точці  $E'$  відповідає вищому рівню доходів – відповідно ціль фіскальної політики досягнута. За умов плаваючого курсу, додатковий приплив капіталу здорожчує національну валюту, що нівелює ефект експансійної фіскальної політики (крива  $I'S'$  повертається назад до  $IS$ ).

Однак вищенаведена залежність справджується лише для окремо взятих держав. У випадку, якщо держава входить до валютного союзу, її фінансова політика може бути обмеженою відповідно до таргетів, котрі стоять перед союзом загалом (наприклад, підтримка певного стану платіжного балансу альянсу відносно решти світу). Відповідно заради інтересів більшості можуть постраждати інтереси окремо взятих країн (наприклад, типовою є «скарга» більш розвинутих «якірних держав» на те, що вони повинні «тягнути на своїх фінансальних плечах» менш розвинуті «держави-клієнти»). У разі наявності права вето в окремих держав-членів існує ризик, що може бути паралізована вся система валютного союзу.

3. Можливе зростання безробіття. Якщо припустити, що валютний союз вміщує групу держав-членів із низьким рівнем інфляції та зовнішнім профіцитом, то ймовірно, що дана група буде домінувати в об'єднанні й змусить решту держав (із високою інфляцією і зовнішнім дефіцитом) здійснювати коригування. А оскільки за умов валютно-урсової уніфікації відсутній ефективний механізм примусу до зростання інфляції в першій групі, то відстаючі державам змушені будуть застосувати рестриктивні заходи, що спричинить зменшення зайнятості. І хоча сучасні монетаристи стверджують, що в довготерміновій перспективі всі держави залишаться в плюсах завдяки низькому рівню інфляції, а довготермінова крива Філіпса є вертикальною, то навіть якщо припустити, що вони мають рацію, залишається відкритим запитання про те, наскільки тривалим повинен бути згаданий довготерміновий період, тоді як в короткотерміновому періоді відстаючі держави зазнають втрат.

4. Можливе погіршення встановленого мезорегіонального дисбалансу. Оскільки міжнародна мобільність капіталу (за умов відсутності обмежень) є, зазвичай, інтенсивнішою, ніж міжнародна мобільність робочої сили, то існує

вірогідність погіршення економічної ситуації у бідніших регіонах, бо існує значний часовий лаг між міграцією капіталу та робочої сили<sup>400</sup>.

У табл. 2.3 здійснено порівняльний аналіз основних переваг (позначені «+») та недоліків (позначені «-») розглянутих нами режимів валютного курсу, котрі асоціюються з валютною інтеграцією. Окрім характеру впливу, в таблиці відображено також інтенсивність чи важливість розглянутих критеріїв (чим більше знаків, тим важливіший/інтенсивніший процес).

Таблиця 2.3

**Порівняльна характеристика переваг і недоліків  
альтернативних типів валютних режимів**

	Валютна рада	Доларизація	Валютний союз
<b>Переваги:</b>			
Зменшення трансакційних витрат	+	++	++
Зменшення витрат на хеджування ризиків валютно-курсової волатильності	++	++	++
Зростання взаємної торгівлі	+	+	+++
Інтенсифікація інтеграційних процесів на ринках капіталу; Здешевлення кредитів	++	++	+++
Зменшення рівня інфляції	+++	+++	+++
Загальна довіра до фінансової системи	++	++	++
Збереження національної (валютної) ідентичності	+	-	+/-
Коллективне досягнення монетарних цілей	-	-	+
Організаційна простота	+	+++	-
<b>Недоліки:</b>			
Позбавлення інструментарію монетарної політики	--	---	--
Обмеження фіскальної політики	н/д	н/д	--
Можливе зростання безробіття	--	--	--
Погіршення встановленого мезо-регіонального дисбалансу	-	-	--
Втрата доходів від сеньйоражу	+	--	+/-
Загальний стримувальний ефект на економіку	--	-	+/-
Вартість зміни валютного режиму	-	---	--

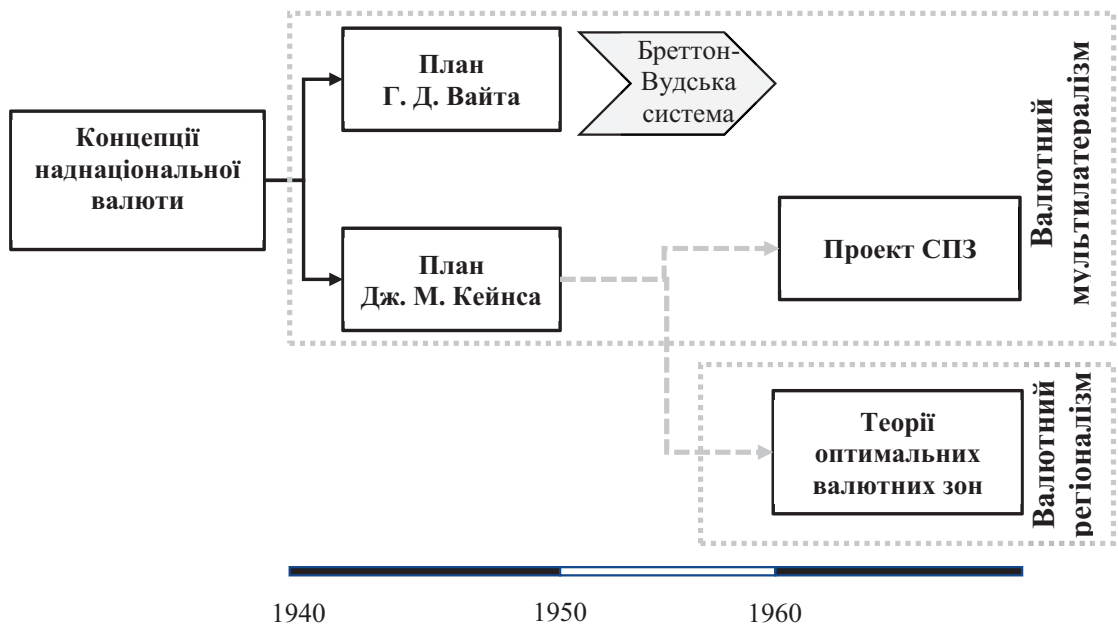
*Джерело:* складено автором.

<sup>400</sup> Gandolfo G. International Finance and Open-Economy Macroeconomics. Springer-Verlag Berlin Heidelberg, 2016. 681 p. P.536. URL: //www.springer.com/in/book/9783662498606

Загалом підсумовуючи розгляд основних типів валютно-курскових режимів, можна відмітити, що їх основною ціллю є забезпечення фінансової стабільності та операційної ефективності. Більшість переваг та недоліків альтернативних режимів є доволі схожою, відрізняючись лише інтенсивністю вияву. Так, режим валютної ради дає можливість зберегти власну грошову одиницю як символ національної ідентичності та більш оперативно і з меншими втратами змінити валютно-курсний режим у разі потреби; проте, з іншого боку, цьому режиму характерний порівняно нижчий рівень фінансової інтеграції (що може бути як «плюсом», так і «мінусом», залежно від конкретного економічного випадку). Режим доларизації дозволяє з найменшими інституційними втратами досягти значної фінансової стабільності, проте водночас призводить до цілковитої залежності доларизованої держави від емітента якірної валюти. Валютний союз завдяки колективному процесу прийняття рішень дає змогу зменшити потенційні негативні ефекти від втрати інструменту монетарної політики, однак для досягнення максимальної ефективності, вимагає значної конвергенції економік держав-учасниць (що, в свою чергу, може підвищити чутливість всього об'єднання до впливів системних шоків).

### 2.4. Розвиток парадигми регіональної валютної інтеграції

Гносеологія як функціональної, так і регіональної валютної інтеграції, вирізняється значним та різноманітним концептуальним доробком і не завжди може розглядатись незалежно одна від одної з «вертикальної» чи «горизонтальної» перспектив. Загалом можна вести мову про еволюцію теоретичного апарату наднаціональної валюти (англ. *«super-sovereign/ supranational currency»*), що у сучасному вигляді бере свій початок в 1940–1960-х рр. після поступового відходу від золотого стандарту. Протягом даного періоду сформувались чотири яскраво виражені концепції, запропоновані як науковцями, так і практиками, які представляли різновекторні підходи до розвитку парадигми валютного регіоналізму/ мультилатералізму (рис. 2.10).



**Рис. 2.10. Витоки концепцій наднаціональної валюти**

Джерело: сформовано автором.

«План Дж. М. Кейнса» або, іншими словами, «План міжнародного клірингового союзу» передбачав адаптацію принципів овердрафту для створення незалежного світового банку («Альянсу міжнародних розрахунків»), котрий ніс би відповідальність за врегулювання заборгованостей центральних банків. Пропонувалось фізичне введення міжнародної валюти «банкор» (англ. *«Bancor»*)

із фіксованим паритетом відносно золота<sup>401</sup>, тоді як курси решти валют виражалися б у банкорях (фіксований курс із можливістю корекції). Держави повинні були б відкрити поточні рахунки в Альянсі міжнародних розрахунків та у випадку дефіциту платіжного балансу, мали б можливість отримувати кошти у банкорях у межах встановлених квот (котрі залежали б від обсягів зовнішньої торгівлі) чи овердрафту для погашення міжнародної заборгованості.

«План Г. Д. Вайта» або, по-іншому, «План міжнародного стабілізаційного фонду» передбачав перегляд принципів заощаджень для створення стабілізаційного фонду. Обсяг фонду залежав би від золотих та валютних внесків членів відповідно до певної квоти (залежно від обсягу золотих резервів та розміру національного доходу), яка одночасно детермінувала б право голосу держави-члена. Передбачалось нефізичне введення валютного еквіваленту «юніта» (англ. «*Unita*») із вартістю, деномінованою в золоті. Держави мали дотримуватись фіксованих курсів і усунути контроль за транзакціями на валютному ринку.

Обидва плани репрезентували інтереси Великої Британії («План Дж. М. Кейнса») і Сполучених Штатів Америки («План Г. Д. Вайта») та були представлені в 1943 р. на Бреттон-Вудській конференції. Враховуючи домінування США в повоєнному світі, «План Г. Д. Вайта» було підтримано більшістю голосів і він став прототипом для створення МВФ та Бреттон-Вудської валютної системи загалом<sup>402</sup>, щоправда юніта так і не була впроваджена, а функції міжнародного девіза виконував долар США. Деякі ж ідеї «Плану Дж. М. Кейнса» знайшли своє втілення (хоч, можливо, опосередковано) при введенні спеціальних прав запозичень і в концептуальних положеннях теорій оптимальних валютних зон<sup>403</sup>.

<sup>401</sup> З часом банкор мав повністю замінити золото.

<sup>402</sup> Ruogu L. Reform Of The International Monetary System And Internationalization Of The Renminbi. World Scientific, 2015. 314 p.

<sup>403</sup> Liao J., Chen X., Li S. The exploration of the path of super-sovereign currency. *Proceedings of the 2017 International Conference on Management Engineering, Software Engineering and Service Sciences*. ACM, 2017. P. 311–315.

Бреттон-Вудська система проіснувала недовго, що пов'язано, не в останню чергу, із певними внутрішніми протиріччями системи (т. зв. «парадокс Триффіна»): емісія доларів мала відповідати обсягу золотого запасу в країні і водночас бути достатньою для забезпечення світової грошової маси; США також отримали можливість скорочувати дефіцит власного платіжного балансу за рахунок емісії долара, тоді як решта держав змушена була для цих цілей здійснювати інтервенції.

Для часткового подолання «парадоксу Триффіна» МВФ наприкінці 1960-х рр. вводить спеціальні права запозичення (СПЗ; англ. «*Special drawing rights*», *SDR*). Однак враховуючи обмежену сферу використання, можна стверджувати, що СПЗ наразі так і не стали повноцінною наднаціональною валютою.

Тривалий період після запуску «проекту СПЗ» не було здійснено жодних серйозних теоретичних розробок чи суттєвих інституційних зрушень в аспекті валютного мультилатералізму. Більшість концептуальних досліджень та практичних імплементацій сконцентрувалась у площині валютного регіоналізму як більш градуалістичного шляху імплементації наднаціональної валюти. Лише розвиток цифрової економіки та поява криптовалют протягом останнього десятиліття приводить до нових спроб обґрунтування необхідності введення глобальної валюти.

Ключовою парадигмою регіональної валютної інтеграції тривалий час залишалась теорія «оптимальних валютних зон» (ОВЗ). Традиційно вважається, що основи теорії ОВЗ закладені в дослідженні Р. Мандела від 1961 р.<sup>404</sup>, в котрому розглядаються умови, за яких для групи держав (чи регіонів) доцільно ввести жорстко фіксований курс між національними валютами (об'єднання при цьому вважатиметься оптимальною валютною зоною) чи ввести єдину валюту

---

<sup>404</sup> Mundell R. A Theory of Optimum Currency Areas. *The American Economic Review*. 1961. Vol. 51, No. 4. P. 657–665.

(тобто створити спільну валютну зону) при збереженні обмеженого діапазону плаваючих курсів відносно валют інших держав.

Щоправда, як відмічав Ф. Чесарано<sup>405</sup>, базові засади теорії ОВЗ можна простежити в більш ранніх дослідженнях А. Лернера (1947 р.)<sup>406</sup>, Дж. Міда (1951 р.)<sup>407</sup>, Т. Скитовскі (1958 р.)<sup>408</sup> і особливо М. Фрідмана (1953 р.)<sup>409</sup>, котрі наголошували на важливості формування спільних наднаціональних монетарних та фіскальних інститутів, а також сприяння вільному руху товарів та факторів виробництва між державами для забезпечення ефективного механізму коригувань відхилень від рівноваги платіжних балансів. Разом із тим, Р. Мандел, на відміну від вищевказаних дослідників, розглядав умови (наприклад, мобільність робочої сили), які не можуть бути досягнуті для функціонування класичного механізму коригувань як між державами, так і між регіонами однієї держави (в такому випадку Р. Мандел вважав оптимальним перегляд існуючих кордонів).

Оптимальній валютній зоні, на думку Р. Мандела, повинні бути властиві наступні характеристики:

1. Внутрішня рівновага, що передбачає низький рівень інфляції та повну зайнятість.
2. Зовнішня рівновага, тобто стабільний платіжний баланс.
3. Відсутність потреби корекції дисбалансів через пристосування номінальних курсів валют (корекція відбувається за рахунок зміни вартості товарів та факторів чи мобільності останніх).

Загалом теорія оптимальних валютних зон намагається дати відповідь на обширне питання: яка оптимальна кількість валют може використовуватися в

---

<sup>405</sup> Cesarano F. The origins of the theory of optimum currency areas. *History of Political Economy*. 2006. Vol. 38, No 4. P. 711–731.

<sup>406</sup> Lerner A. R. Discussion of International monetary policy and the search for economic. *American Economic Review: Papers and Proceedings*. 1947. Vol 37. P. 592–594.

<sup>407</sup> Meade J.E. *The Balance of Payments: The Theory of International Economic Policy*, Vol. 1. London: Oxford University Press, 1951.

<sup>408</sup> Scitovsky T. *Economic theory and western integration*. Crows Nest: Allen & Unwin, 1958.

<sup>409</sup> Friedman M. *The Case for Flexible Exchange Rates. Essays in Positive Economics*. Chicago: University of Chicago Press, 1953. P. 157–203. URL: <http://www.press.uchicago.edu/ucp/books/book/chicago/E/bo25773835.html>.



одному регіоні. Складнощі у вирішенні такого завдання призводять до невисокої точності теорії ОВЗ в процесі її економетричної перевірки. Так, можна виокремити два напрямки розвитку класичної теорії оптимальних валютних зон. Дослідники першого напрямку за основу брали пошук найважливіших економічних характеристик (т. зв. критерії ОВЗ), щоб визначити уявні «межі» валютних курсів (1960–1970-ті рр.<sup>410</sup>). Другий напрямок (1970-ті рр. – до сьогодні) базується на засадах, що будь-яка окрема держава може володіти усім комплексом характеристик, щоб стати оптимальним членом валютного союзу. В результаті дослідники другої хвилі менше уваги приділяли пошуку критеріїв, котрим повинен відповідати потенційний учасник для приєднання до оптимальної валютної зони. Натомість основний акцент робився на вивченні втрат і вигод для держави, яка має намір бути учасником валютної зони (англ. «*Cost-Benefit Approach*»). Зазначені втрати і вигоди порівнюються і питання участі у валютному союзі стає багато в чому емпіричною проблемою. Дещо пізніше в теорії оптимальних валютних зон враховуються "критика Лукаса", ендогенні критерії оптимальності валютних зон і сучасні макроекономічні теорії<sup>411</sup>, формується парадигма «оптимальної фінансової зони» і т. ін.

Незважаючи на велику кількість напрацювань у напрямку ОВЗ, концептуальний каркас моделі закладений у працях трьох дослідників: вже згаданого Р. Мандела<sup>412</sup>, а також Р. МакКінона<sup>413</sup> та П. Кенена<sup>414</sup>. Зазначені автори сформували шість визначальних критеріїв, котрими мають характеризуватись держави, що визначили за мету ефективну взаємну фіксацію курсу валют (тобто формування оптимальної валютної зони) чи створення

---

<sup>410</sup> Хоча окремі дослідження аналогічного характеру з'являються і нині.

<sup>411</sup> Horvath R., Komarek L. Optimum Currency Area Theory: A Framework for Discussion about Monetary Integration. *Warwick Economic Research Papers*, 2002. URL: <https://warwick.ac.uk/fac/soc/economics/research/workingpapers/2008/twerp647.pdf>.

<sup>412</sup> Mundell R. A Theory of Optimum Currency Areas. *The American Economic Review*. 1961. Vol. 51, No. 4. P. 657–665.

<sup>413</sup> McKinnon R. I. Optimum Currency Areas. *The American Economic Review*, 1963. Vol. 53, No. 4. P. 717–25.

<sup>414</sup> Kenen P. The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View. *Monetary Problems of the International Economy*. Chicago [u.a.] : University of Chicago Press, 1969. P. 41-60.

спільної валютної зони. Нижче наведено перелік зазначених шести критеріїв, їх основний зміст, а також результати пізніших емпіричних перевірок на достовірність.

1. Подібність (у т. ч. синхронізація) шоків. Р. Мандел, а згодом і П. Кенен, відмічали, що структура шоків є критичною детермінантою оптимального розміру валютного союзу<sup>415</sup>. Він акцентував увагу на окремому типу шоків – зміні попиту із продукції одного регіону на продукцію іншого регіону. У випадку різних валют знецінення валюти в першому («постраждалому») регіоні переагрузить зовнішній баланс та не допустить зростання безробіття. За умов участі обох регіонів у валютному союзі, в першому збільшиться безробіття, а в другому зросте інфляційний тиск. Іншими словами, за високого рівня мобільності капіталу та асинхронних шоків (англ. «*asynchronous shocks*»), монетарна політика на рівні валютного союзу не дає змоги одночасно вирішити проблеми безробіття та інфляції. Відповідно Р. Мандел приходить до висновку, що регіони із синхронними шоками (англ. «*synchronous shocks*») є ідеальними кандидатами для створення валютного союзу, враховуючи відсутність необхідності в автономній грошово-кредитній політиці.

Більш широкий термін «подібність шоків» (англ. «*similarity of shocks*») почали використовувати пізніше. Він охоплює як шоки попиту та пропозиції, так і деформації структури економіки, які в свою чергу можуть вплинути на спосіб та швидкість адаптації регіону до шокового стану<sup>416</sup>.

Піонерними емпіричними дослідженнями кореляції шоків між державами вважаються праці Т. Байоумі та Б. Ейченгріна<sup>417</sup>, в яких здійснено спробу пошуку потенційних кандидатів для створення ОВЗ, розглядаючи як бенчмарк

---

<sup>415</sup> Mundell R. A Theory of Optimum Currency Areas. *The American Economic Review*. 1961. Vol. 51, No. 4. P. 657–665.

<sup>416</sup> Silva J.M., Tenreyro S. Currency Unions in Prospect and Retrospect. CEP Discussion Paper. *Centre for Economic Performance*, LSE, 2010. P. 26. URL: <https://ideas.repec.org/p/cep/cepdp/dp0986.html>.

<sup>417</sup> Bayoumi T., Eichengreen B. Shocking aspects of European economic unification. *Adjustment and Growth in the European Monetary Union* / Ed. F. Torres, F. Giavazzi. Cambridge: Cambridge University Press, 1993. P. 193–229; Bayoumi T., Eichengreen B. Ever closer to heaven? An optimum-currency-area index for European countries. *European Economic Review*. 1997. Vol. 41, No 3. P. 761–770.

структуру кореляції шоків серед штатів США. Загалом результатом досліджень стало виявлення історично меншого рівня кореляції шоків серед європейських країн порівняно з США. Інша група дослідників<sup>418</sup> використала альтернативну методологію, акцентуючи увагу на коваріації відносних шоків та дійшовши оптимістичних висновків щодо перспектив зон долара та євро (але не єни) за рахунок додаткового приєднання держав із односторонньою фіксацією курсу валют.

Однак синхронізація шоків як передумова створення валютних союзів не є кінцевою самоціллю, а більш важливим є те, яка реакція спостерігатиметься після створення союзу. Доволі тривалий період функціонування ЄЕВС дає змогу оцінити цю «постфактум оптимальність» (англ. «*ex-post optimality*»), що було вперше описано в праці Р. Барро та С. Тенрейро<sup>419</sup>. Основним результатом дослідження стало те, що єдина валюта дійсно збільшує паралельну динаміку «реальних» відносних цінових шоків, але, разом із тим, має схильність до зменшення паралельної динаміки шоків обсягів випуску (англ. «*output shocks*»). Разом із тим, пізніше в альтернативному дослідженні Д. Джіаноне і Л. Райклін не виявлено значного ефекту від введення євро для синхронізації шоків серед країн ЄЕВС<sup>420</sup>.

Другим відкритим запитанням є те, чи синхронізація шоків (як *ex-post*, так і *ex-ante*) взагалі настільки необхідна. Наприклад, моделі переваг і недоліків подібності шоків в умовах валютного союзу, які розглядались в деяких працях<sup>421</sup>, не виявили особливо важливих ефектів даного явища для добробуту.

---

<sup>418</sup> Alesina A., Barro R.J., Tenreiro S. Optimal Currency Areas. *NBER Macroeconomics Annual*. 2002. Vol. 17. P. 301–345. DOI: <https://doi.org/10.1086/ma.17.3585292>.

<sup>419</sup> Barro R., Tenreiro S. Economic Effects of Currency Unions. *Economic Inquiry*. 2007. Vol. 45, No 1. P. 1–23. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1465-7295.2006.00001.x>.

<sup>420</sup> Giannone D., Reichlin L. Trends and cycles in the euro area: how much heterogeneity and should we worry about it? ECB working paper, 2006.

<sup>421</sup> Buitert W. H., Sibert A. New Theories of Optimal Currency Areas and Their Application to Poland's Adoption of the Euro: the Asymmetric-Shocks-on-its-Head and the Lender-of-Last-Resort Theories of Optimal Currency Areas. *Common Currency and Its Future: Lessons for the New Member States*. 2008. URL: [http://www.Nbp.Pl/Konferencje/Bise\\_2008/Bin/Buiterp.Pdf](http://www.Nbp.Pl/Konferencje/Bise_2008/Bin/Buiterp.Pdf); Ching S., Devereux M.B. Mundell Revisited: a Simple Approach to the Costs and Benefits of a Single Currency Area. *Review of International Economics*. 2003. Vol. 11, Mo 4. P. 674–691. DOI: <https://doi.org/10.1111/1467-9396.00410>.

Дослідники продемонстрували, що диверсифікаційний мотив та аргумент подібності спільної політики взаємно нівелюють один одного.

На практиці витрати на коригування шоків таки здійснюються, а уявлення про те, що фінансова диверсифікація буде достатнім інструментом згладжування шоків для споживачів і забезпечення добробуту загалом не враховує серед іншого значних витрат на розвиток людського капіталу при високому рівні безробіття, постійних витрат на закриття та повторне відкриття фірм, дороговартісних відносин найму робочої сили та отримання інформації при функціонуванні як на внутрішньому, так і новому іноземному ринку тощо <sup>422</sup>. Враховуючи такі витрати на коригування (англ. «*adjustment costs*»), перевагу подібності шоків, мабуть, не варто відкидати. Однак залишається відкритим ще одне запитання: чи дійсно монетарна політика використовується як інструмент коригування? Вперше дискусію в даному руслі розпочали Г. Кальво і К. Райнхарт <sup>423</sup>, проте однозначної відповіді досі не запропоновано.

2. Гнучкість цін та заробітних плат. Р. Мандел розглядав даний критерій як можливий спосіб коригування асиметричних шоків: зростання попиту на товар однієї з держав-членів оптимальної валютної зони, автоматично підвищує рівень заробітних плат у даній державі, збільшуючи цим ціну товарів та відповідно зменшуючи попит на них <sup>424</sup>. Р. Мандел перейняв цей концепт у М. Фрідмана, котрий у своїй переломній для монетаристів праці <sup>425</sup> досліджував випадок плаваючих валютних курсів за умов внутрішньої номінальної ригідності, яка послаблює можливості балансування економіки як відповідь на загрозу шоківих станів. Припущення про досконалу номінальну ригідність (ціни товарів та факторів виробництва абсолютно не реагують на зміну зовнішніх чинників)

---

<sup>422</sup> Silva J.M., Tenreyro S. Currency Unions in Prospect and Retrospect. CEP Discussion Paper. *Centre for Economic Performance*, LSE, 2010. URL: <https://ideas.repec.org/p/cep/cepdps/dp0986.html>.

<sup>423</sup> Calvo G.A., Reinhart C.M. Fear of Floating. *The Quarterly Journal of Economics*. 2002. Vol. 117, № 2. P. 379–408. DOI: <https://doi.org/10.1162/003355302753650274>.

<sup>424</sup> Mundell R. A Theory of Optimum Currency Areas. *The American Economic Review*. 1961. Vol. 51, No. 4. P. 657–665.

<sup>425</sup> Friedman M. The Case for Flexible Exchange Rates. *Essays in Positive Economics*. Chicago: University of Chicago Press, 1953. P. 157–203. URL: <http://www.press.uchicago.edu/ucp/books/book/chicago/E/bo25773835.html>.

визначає монетарну політику нейтральною, а вибір режиму валютного курсу – неважливим.

Емпіричні перевірки даної гіпотези, проведені М. Деверо, Ч. Енгелем<sup>426</sup> та їх численними послідовниками, підтвердили, що за умов ефекту «*pricing-to-market*» (різні ціни товару встановлюються для різних ринків) та ригідності цін відносно національної валюти спостерігається незначний ефект курсу валют на ціну експорту. Цей феномен досліджується в багатьох працях; хорошу систематизацію їх наводить Дж. Імбс та ін.<sup>427</sup>

3. Потреба забезпечення мобільності факторів виробництва. Як відмічав Р. Мандел<sup>428</sup>, мобільність робочої сили може стати альтернативою механізму коригування в аспектах відновлення рівноваги в регіонах, які зазнали асиметричних шоків. Так, міграція робочої сили із несприятливих регіонів може знизити безробіття без активації інструментарію монетарної політики. Незважаючи на деяку критику (наприклад, того ж П. Кенена<sup>429</sup>), мобільність робочої сили продовжує вважатись ключовим критерієм оптимальності валютного союзу.

Економісти не дійшли консенсусу щодо того, наскільки міжнародна мобільність робочої сили знижує загальні втрати валютного союзу від асиметричних шоків. Логічно припустити, що навряд чи мобільність трудових ресурсів може здійснюватися із такою ж частотою, як поява симптоматики шоків попиту, а отже, міграція не може стати ефективним заміном грошово-кредитної політики. Крім того, значна вартість зміни місця роботи може негативно вплинути на загальний добробут валютного союзу.

---

<sup>426</sup> Devereux M., Engel C. Fixed vs. Floating Exchange Rates: How Price Setting Affects the Optimal Choice of Exchange-Rate Regime. Working Paper. *National Bureau of Economic Research*, March 2003. DOI: <https://doi.org/10.3386/w9543>; Engel C. Local-currency pricing and the choice of exchange-rate regime. *European Economic Review*. 2000. Vol. 44, No 8. P. 1449–1472.

<sup>427</sup> Imbs J., Mumtaz H., Ravn M., Rey H. PPP Strikes Back: Aggregation And the Real Exchange Rate. *The Quarterly Journal of Economics*. 2005. Vol. 120, No 1. P. 1–43.

<sup>428</sup> Mundell R. A Theory of Optimum Currency Areas. *The American Economic Review*. 1961. Vol. 51, No. 4. P. 657–665.

<sup>429</sup> Kenen P. The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View. *Monetary Problems of the International Economy*. Chicago [u.a.] : University of Chicago Press, 1969. P. 41–60.

Неодноразово відзначався відносно низький рівень транскордонної міграції в ЄЕВС порівняно із США, де мобільність робочої сили між штатами вважається важливою балансуючою силою в умовах різного роду турбуленцій<sup>430</sup>. Натомість в Європі основним механізмом відновлення рівноваги вважається зміна рівня залучення робочої сили<sup>431</sup>.

Недостатність мобільності робочої сили в ЄС частково можна пояснити гетерогенністю мов і культурних особливостей, різноманітними інституційними та політичними обмеженнями, неповною інтеграцією пенсійної системи, освітніх та кваліфікаційних стандартів, високими витратами на укладання та припинення трудових договорів, щедрими допомогами у зв'язку із безробіттям у деяких європейських державах<sup>432</sup>. Однак багато із цих обмежень поступово нівелюються в міру зростання рівня інтеграції в ЄС та поступового проходження шаблів – валютний, банківський, фіскальний, політичний, соціальний союзи. Наприклад, А. Алесіна та співавтори<sup>433</sup> продемонстрували, що створення валютного союзу таки вплинуло на ринок робочої сили, але дещо своєрідно. Зокрема, дослідники не виявили підтверджень ефекту введення євро на прискорення реформ первинного сектору ринку праці, проте зазначили, що у деяких державах ЄС почав формуватися так званий «вторинний» ринок, що базується на тимчасових і більш гнучких договорах найму. Крім того, автори виявили незначний ефект пристосувань номінальних зарплат до минулих періодів інфляції, тобто деяку гнучкість реальних заробітних плат. Нещодавнє комплексне дослідження впливу членства в ЄЕВС на структуру міграції, а також особливості механізму коригування через мобільність наводиться у праці

---

<sup>430</sup> Prasad E. S., Bayoumi T. Currency Unions, Economic Fluctuations, and Adjustment; Some New Empirical Evidence. International Monetary Fund. No. 96/81, 1996; Blanchard O., Katz L. Regional Evolutions. *Brookings Papers on Economic Activity*. 1992. Vol. 1. P. 1–75.

<sup>431</sup> Decressin J., Fatas A. Regional labor market dynamics in Europe. *European Economic Review*. 1995. Vol. 39. No 9. P. 1627–1655.

<sup>432</sup> Silva J.M., Tenreiro S. Currency Unions in Prospect and Retrospect. CEP Discussion Paper. *Centre for Economic Performance*, LSE, 2010. URL: <https://ideas.repec.org/p/cep/cepdps/dp0986.html>.

<sup>433</sup> Alesina A., Ardagna S., Galasso V. The Euro and Structural Reforms. *Working Paper. National Bureau of Economic Research*. 2008. URL: <https://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/14479.html>.

А. Арпайя та його співавторів<sup>434</sup> (результати дослідження детально наведені в п. 3.3).

Особливості мобільності капіталу в умовах валютного союзу розглянуто вище, при демонстрації переваг об'єднань. Однак подальшого емпіричного дослідження потребують наслідки введення спільної валюти для розвитку торгівлі в розрізі засобів виробництва та споживчих товарів, а також з'ясування, наскільки розвиток торгівлі товарами може сам по собі компенсувати відносну нестачу мобільності на ринку факторів виробництва.

Розглянуті перші три критерії були систематизовані в праці Р. Мандела<sup>435</sup> і сукупно стали альфа-версією теорії ОВЗ. Для кращої візуалізації логічних взаємозв'язків між критеріями, а також принципу коригування асиметричних шоків за умов гнучкості заробітних плат та цін, ми сформуваємо алгоритм манделівської моделі ОВЗ (рис. 2.11).

4. Забезпечення відкритості економіки. Згідно з поглядами Р. МакКінона<sup>436</sup>, розмір та відкритість економік є ключовими детермінантами рішення про приєднання до валютного союзу. Дослідник стверджував, що незважаючи на втрату політичної автономії, незворотне фіксування номінального курсу валют може бути вигідним для малих відкритих економік. Поясненням є той факт, що у таких економіках лєвова частка споживчих товарів та напівфабрикатів імпортується за світовими цінами у міжнародній валюті або валюті експортера. За таких умов мала економіка не може використовувати інтервенції для впливу на валютний курс з метою зростання конкурентоспроможності вітчизняних експортерів. Оскільки на валюти малих відкритих економік постійно впливають шоки (через спеціалізацію та валютні

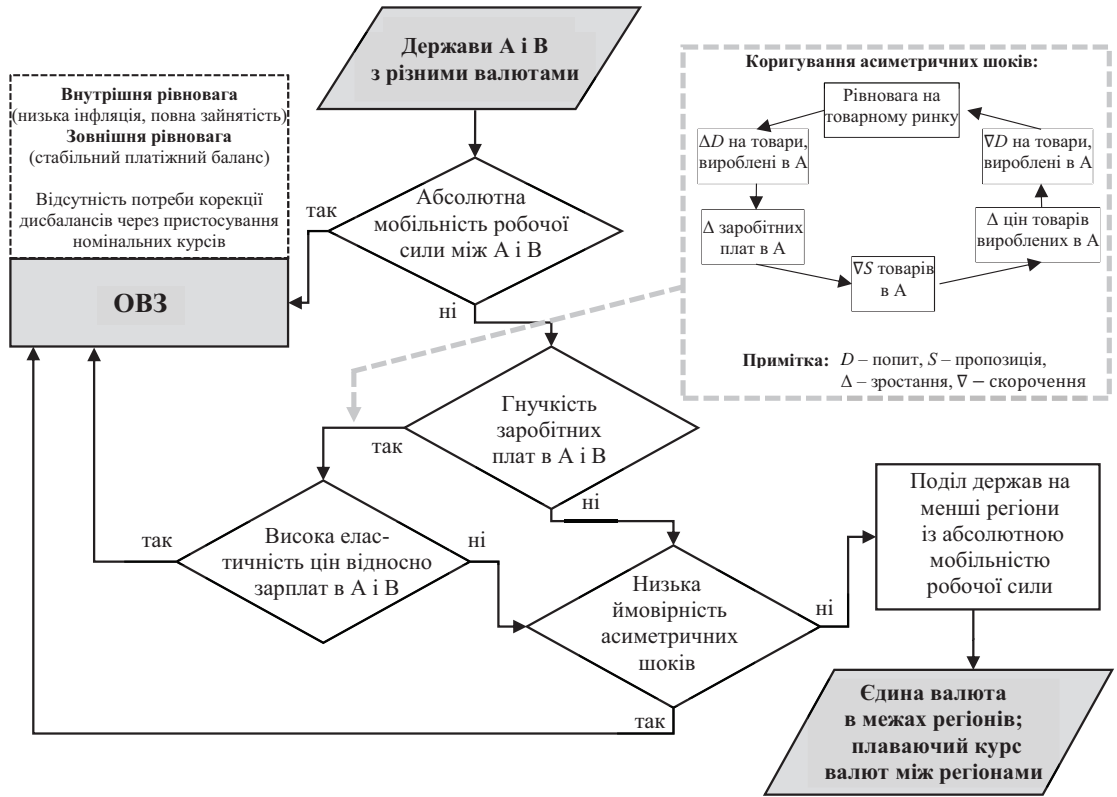
---

<sup>434</sup> Arpaia A., Kiss A., Palvolgyi B., Turrini A. Labour mobility and labour market adjustment in the EU European Economy. *Economic Papers*. 2014. No. 539. URL: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/economic\\_paper/2014/ecp539\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/economic_paper/2014/ecp539_en.htm).

<sup>435</sup> Mundell R. A Theory of Optimum Currency Areas. *The American Economic Review*. 1961. Vol. 51, No. 4. P. 657–665.

<sup>436</sup> McKinnon R. I. Optimum Currency Areas. *The American Economic Review*, 1963. Vol. 53, No. 4. P. 717–25.

спекуляції), відмова від монетарної політики може не бути настільки великою втратою.



**Рис. 2.11. Алгоритм формування ОВЗ згідно з теорією Р. Мандела**

Джерело: авторська візуалізація за Mundell R. A Theory of Optimum Currency Areas. *The American Economic Review*. 1961. Vol. 51, No. 4. P. 657–65.

Критерії відкритості Р. МакКіннона піддавались критиці, оскільки його припущення справджувалися лише у випадку стабільності зовнішніх цін, тобто за умови, коли надійність економіки «держави-якоря» валютного союзу є критичною<sup>437</sup>.

5. Необхідність економічної диверсифікації. Як критерій оптимальності валютної зони П. Кенен називає диверсифікацію продукції (а саме внутрішнього виробництва та експорту)<sup>438</sup>. Це твердження ґрунтується на двох типах

<sup>437</sup> Alesina A., Barro R. J. Currency Unions. Working Paper. *National Bureau of Economic Research*. 2000. DOI: <https://doi.org/10.3386/w7927>.

<sup>438</sup> Kenen P. The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View. *Monetary Problems of the International Economy*. Chicago [u.a.]: University of Chicago Press, 1969. P. 41-60.



аргументів: по-перше, ймовірність асиметричних шоків та їх вплив на економіку зменшуються при зростанні рівня диверсифікації експорту; по-друге, диверсифікація допомагає стабілізувати інвестиційний процес, потребуючи застосування меншої міри коригуючих заходів ув сфері ціноутворення та зайнятості у випадку галузевих експортних шоків. Звісно ж, диверсифікації виробництва та експорту не достатньо для гарантії внутрішньої стабільності. Як уже зазначалось, з метою досягнення рівноваги на ринку робочої сили необхідно досягнути достатнього рівня мобільності незайнятих трудових ресурсів та забезпечити можливість їх працевлаштування у секторах, що зростають. Емпіричне дослідження, що передувало створенню ЄЕВС, продемонструвало, за великим рахунком, ідентичний рівень промислової диверсифікації регіонів Європи та США <sup>439</sup>.

Варто відмітити, що критерії ОБЗ Р. МакКіннона та П. Кенена є значною мірою взаємовиключними і, зазвичай, вказують на абсолютно різних потенційних кандидатів на приєднання до валютного союзу. Так, чим більш розвиненими та потужними є держави, тим більш диверсифікованим буде їх виробництво <sup>440</sup>, тоді як малі економіки є переважно відкритими, але і більш спеціалізованими.

6. Фіскальні трансферти. П. Кенен також аргументував, що наявність налагодженого механізму передачі асигнувань із центру на місця (т. зв. фіскальний трансферт (англ. «*fiscal transfers*»)) може суттєво зменшити втрати від позбавлення автономії монетарної політики, оскільки дає змогу пом'якшити наслідки від економічних турбуленцій <sup>441</sup>. Цей критерій тісно пов'язаний із запропонованим раніше критерієм Дж. Інгрема про необхідність фінансової інтеграції потенційних членів валютної зони. Фінансова інтеграція потенційно

<sup>439</sup> Prasad E. S., Bayoumi T. Currency Unions, Economic Fluctuations, and Adjustment; Some New Empirical Evidence. International Monetary Fund. No. 96/81, 1996.

<sup>440</sup> Koren M., Tenreyro S. Volatility and Development. *The Quarterly Journal of Economics*. 2007. Vol. 122, No 1. P. 243–287.

<sup>441</sup> Kenen P. The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View. *Monetary Problems of the International Economy*. Chicago [u.a.] : University of Chicago Press, 1969. P. 41-60.

може компенсувати відсутність фіскальних трансфертів з центру через перетік тимчасово вільних ресурсів від держав із надлишком капіталу до держав із його дефіцитом, паралельно сприяючи вирівнюванню процентних ставок між ними.

Питання про критичну необхідність міждержавного механізму фіскального трансферту в рамках валютного союзу залишається відкритим, як і те, чи фінансова інтеграція може замінити його (через диверсифікацію взаємної офіційної заборгованості учасників або напряду через інструменти ринків приватного капіталу). Дискусія про необхідність інтенсифікації фіскальних трансфертів (та фіскальної політики в рамках валютного союзу загалом) особливо активізувалась протягом останнього періоду за переходу ЄЕВС до вищого рівня інтеграції – фіскального союзу. Серед наукових праць за даним напрямом можна виокремити <sup>442</sup> та ін.

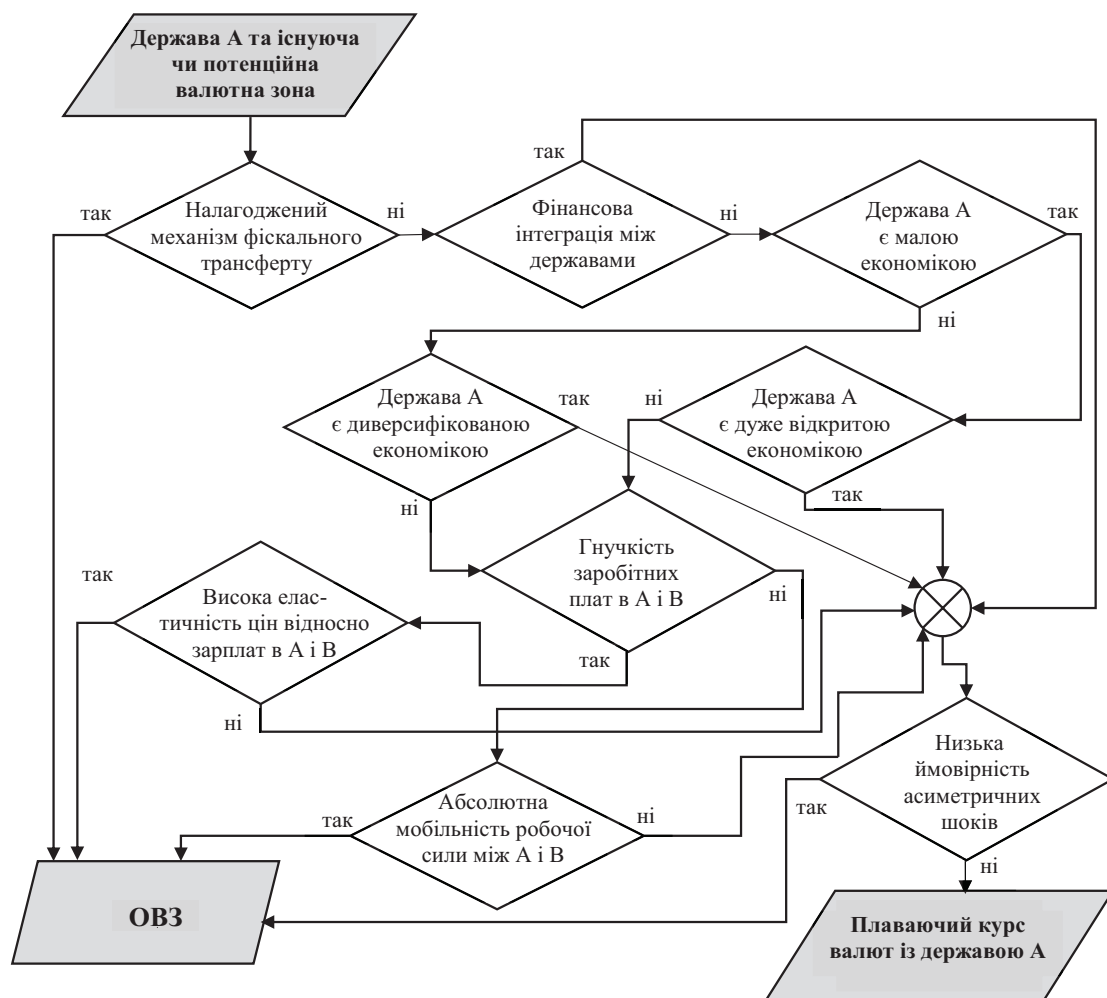
Розглянуті шість критеріїв формують фундамент теорії ОВЗ, проте навіть серед такої обмеженої кількості ознак ми зустрічаємо певні неоднозначності та суперечності. Можливий алгоритм поєднання базових критеріїв оцінювання доцільності приєднання окремої держави до вже існуючої чи потенційної валютної зони наведений на рис. 2.12.

За період функціонування теорії ОВЗ перелік критеріїв оптимальності постійно оновлювався. Навіть сучасні дослідники іноді пропонують нові критерії, проте частіше здійснюється пошук оптимальних поєднань вже існуючих. Не визначаючи метою дослідження ретроспективний аналіз еволюції теорії ОВЗ (вдалий огляд здійснив Ф. Монгеллі <sup>443</sup>), наведемо лише перелік найвагоміших унікальних критеріїв, котрі набули популярності в економічній літературі (табл. 2.4).

---

<sup>442</sup> Cooper R., Kempf H. Overturning Mundell: Fiscal policy in a monetary union. *The Review of Economic Studies*. 2004. Vol. 71, No 2. P. 371–396; Chari V., Kehoe P. Time Inconsistency and Free-Riding in a Monetary Union. *Journal of Money, Credit and Banking*. 2008. Vol. 40, No 7. P. 1329–1356; Nickel C., Checherita-Westphal C., Rother P. The role of fiscal transfers for regional economic convergence in Europe. Working Paper Series. *European Central Bank*, March 2009. URL: <https://ideas.repec.org/p/ecb/ecbwps/20091029.html>.

<sup>443</sup> Mongelli F. «New» views on the optimum currency area theory: what is EMU telling us? Working Paper Series. *European Central Bank*, April 2002. URL: <https://econpapers.repec.org/paper/ecbecbwps/20020138.htm>



**Рис. 2.12. Алгоритм формування ОВЗ за класичними критеріями**

*Джерело:* авторська візуалізація за: Mundell R. A Theory of Optimum Currency Areas. *The American Economic Review*. 1961. Vol. 51, No. 4. P. 657–65; McKinnon R. Optimum Currency Areas. *The American Economic Review*, 1963. Vol. 53, No. 4. P. 717–25; Kenen P. The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View. *Monetary Problems of the International Economy*. Chicago [u.a.] : University of Chicago Press, 1969. P. 41–60; Ingram J. Regional Payments Mechanisms: The Case of Puerto Rico. University of North Carolina Press, 1962; Friedman M. The Case for Flexible Exchange Rates. *Essays in Positive Economics*. Chicago: University of Chicago Press, 1953. P. 157–203. URL: <http://www.press.uchicago.edu/ucp/books/book/chicago/E/bo25773835.html>; Dellas H., Tavlas G. S. An Optimum Currency Area Odyssey. SSRN Scholarly Paper. Rochester, NY: Social Science Research Network, 1 January 2010. URL: <https://papers.ssrn.com/abstract=1539317>.

Таблиця 2.4

**Критерії оптимальних валютних зон**

<b>Критерії</b>	<b>Значення для оптимальних валютних зон</b>
1. Мобільність факторів виробництва	Пропонують альтернативні механізми регулювання, що не приводять до зростання безробіття та інфляції, зменшуючи необхідність у валютно-курсовому коригуванні
2. Гнучкість цін і заробітної плати	
3. Відкритість економіки та її розмір	Високий ефект пропуску (pass-through effect) може спричинити неефективність валютного курсу; 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. Диверсифікація товарних ринків	Шоки, як правило, швидко минають, зменшуючи необхідність корегування
6. Фіскальна інтеграція	Трансфери між державами зменшують корекційний тиск в 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 курсів валют та монетарних політик
10. Фінансова інтеграція	Можливість фінансування платіжних дисбалансів. Споживачі в державах із різним рівнем економічного розвитку можуть розподілити поміж собою ризики (щоправда, в даному випадку плаваючий курс валют може бути більш ефективним)
11. Фінансова нестабільність	За умов нестабільності, висока мобільність капіталів може зробити використання плаваючого курсу більш затратним
12. Структура шоків: а) автоматична стабілізація; б) симетричні середньострокові шоки; в) оптимальна вибірковість	Короткострокові шоки можуть компенсувати один одного. Менші втрати від спільної грошово-кредитної політики.  Оптимальні заходи політики залежать від характеру шоків
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 надто затратна
15. Інформативність цін та кількісних сигналів	Чим більша варіативність монетарних збурень у порівнянні із 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, 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 витрати на його застосування

*Джерело:* систематизовано автором.

Загалом, як вдало відмічав Дж. Тавлас<sup>444</sup>, ранньому («піонерному» за термінологією Ф. Монгеллі<sup>445</sup>) етапу становлення теорії ОВЗ притаманні два суперечливі моменти:

1) проблема неоднозначності (англ. *«problem of inconclusiveness»*), що пов'язана, з одного боку, із різним трактуванням змісту критеріїв, а з іншого – із певними протиріччями їх одночасного вияву. Так, держави можуть бути, наприклад, готовими до створення ОВЗ за критерієм торговельної відкритості, однак характеризуватись при цьому немобільними факторами виробництва, що суперечить іншому критерію оптимальності;

2) проблема несумісності (англ. *«problem of inconsistency»*), котра впливає із принципової суперечності деяких критеріїв. Приклад такої несумісності ми вже наводили, ведучи мову про практичну складність одночасного досягнення критерію відкритості Р. МакКінона та критерію диверсифікації П. Кенена.

Зазначені вище методологічні суперечності привели до зменшення ентузіазму дослідників протягом 1970-х рр. («етап узгодження» за Ф. Монгеллі<sup>446</sup>) щодо пошуку нових критеріїв. Крім того, дещо описовий («нарративний» за висловом Х. Снейта<sup>447</sup>) характер теорії ОВЗ не сприяв її емпіричній перевірці. Деякі дослідники навіть характеризували теорію ОВЗ як «мертву» чи як «тупиковий напрямок» академічної науки<sup>448</sup>, чому сприяли перші кроки до формування європейської валютної зони, які здійснювались без врахування постулатів теорії ОВЗ (і не ставлячи за мету досягнення «оптимальності» в принципі). Як підсумок, дослідження даного етапу

---

<sup>444</sup> Tavlas G. S. The 'New' Theory of Optimum Currency Areas. *World Economy*. 1993. Vol. 16. No 6. P. 663–685. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1467-9701.1993.tb00189.x>.

<sup>445</sup> Mongelli F. «New» views on the optimum currency area theory: what is EMU telling us? Working Paper Series. *European Central Bank*, April 2002. URL: <https://econpapers.repec.org/paper/ecbecbwps/20020138.htm>.

<sup>446</sup> *Ibid.*

<sup>447</sup> Snaith H. Narratives of optimum currency area theory and eurozone governance. *New Political Economy*. 2014. Vol. 19, No 2. P. 183–200.

<sup>448</sup> Johnson H.G. The "Problems" Approach to International Monetary Reform. *Monetary Problems of the International Economy* / R. A. Mundell, A. K. Swoboda. Chicago: Chicago University Press, 1969. P. 393–9.

зосереджено переважно на перевагах та недоліках участі держави у валютних зонах (основні результати подано вище) та на порівнянні важливості критеріїв.

Проте після деякої втрати імпульсу (в 1980-х рр. та напочатку 1990-х рр.) відбулось переосмислення постулатів теорії ОВЗ відповідно до нових економічних умов і теоретичних досягнень. В результаті формується т. зв. «нова теорія ОВЗ»<sup>449</sup> («етап переосмислення» за Ф. Монгеллі<sup>450</sup>). Основні відмінності «нового» підходу від «старого» пов'язані насамперед із двома принциповими концептуальними і методологічними змінами<sup>451</sup>:

1. Перегляд уявлень економістів щодо загальної надійності та ефективності інструментів монетарної політики, що, в першу чергу, пов'язано із переосмисленням кривої Філіпса<sup>452</sup>. Гіпотеза про обернено пропорційну залежність між темпами інфляції та рівнем безробіття за умов плаваючого курсу валют не підтвердилась у довготерміновій ретроспективі (тобто крива Філіпса стає вертикальною), що пов'язано, насамперед, із ефектом ринкових очікувань. У 1960-1970-х рр. дослідники припускали, що «грошова ілюзія», викликана несподіваною інфляцією, може привести до скорочення безробіття. Однак експансійна монетарна політика приводить до зменшення реальних заробітних плат, що, з одного боку, збільшує попит на робочу силу, але, з іншого – скорочує її пропозицію. Тобто перша спроба експансійної монетарної політики може бути ефективною, але повторне зростання темпів інфляції вже не матиме впливу на рівень безробіття, оскільки учасники ринку ігноруватимуть зміну цін<sup>453</sup>. Таким

<sup>449</sup> Tavlas G. S. The 'New' Theory of Optimum Currency Areas. *World Economy*. 1993. Vol. 16. No 6. P. 663–685. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1467-9701.1993.tb00189.x>.

<sup>450</sup> Mongelli F. «New» views on the optimum currency area theory: what is EMU telling us? Working Paper Series. *European Central Bank*, April 2002. URL: <https://econpapers.repec.org/paper/ecbecbwps/20020138.htm>.

<sup>451</sup> Ширший перелік відмінних рис наводиться в дослідженні Дж. Тавласа (Tavlas G. S. The 'New' Theory of Optimum Currency Areas. *World Economy*. 1993. Vol. 16. No 6. P. 663–685. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1467-9701.1993.tb00189.x>).

<sup>452</sup> Phillips A. W. The relation between unemployment and the rate of change of money wage rates in the United Kingdom, 1861–1957. *Economica*. 1958. Vol. 25. No 100. P. 283–299

<sup>453</sup> Більш того, Е. Фелпс і М. Фрідман продемонстрували, що за умов високої інфляції рівень безробіття також підвищується, але вже на перманентній основі. (Phelps E. S. Phillips Curves, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment over Time. *Economica*. 1967. Vol. 34. No 135. P. 254–281. DOI: <https://doi.org/10.2307/2552025>; Friedman M. The role of monetary policy. *The American Economic Review*. 1968. Vol. 58, No 1. P. 1–17).

чином, «усунута» одна з основних переваг фіксованого курсу валют, яка одночасно була лейтмотивом «старої» теорії ОВЗ про відсутність необхідності «турбуватись» про криву Філіпса. Крім того, пізніший історичний досвід самопідсилювальних валютних атак (як під час азійської кризи у 1998 р.) взагалі позбавив підстав твердження про можливість безповоротно фіксованого валютного курсу.

2. Р. Лукас<sup>454</sup> вказав на внутрішню ендогенність, властиву заходам економічної політики, котра раніше не бралась до уваги в процесі досліджень. Основна ідея так званої «критики Лукаса» полягає в тому, що раціональні економічні агенти приймають рішення на основі очікувань та реакцій на певні політичні ініціативи, а отже, їх поведінка (і, відповідно, структура ринків) не може розглядатись як незмінна умова. У контексті дослідження це означає, що критерії ОВЗ змінюються відповідно до проходження процесу валютної інтеграції і не можуть оцінюватись наперед. Тобто саме рішення про створення валютної зони може спровокувати посилення регіональної торгівлі та синхронізацію ділових циклів, сприяючи цим економічній конвергенції та більш ефективній політичній координації<sup>455</sup>. Відповідно до такої аргументації, практично всі критерії теорії ОВЗ, котрі вирізнялись статичним і апіорним (*ex-ante*) характером, мають піддаватись сумнів<sup>456</sup>.

Як відповідь на «критику Лукаса», Дж. Франкель та Е. Роуз<sup>457</sup> запропонували аргументацію ендогенності, котра стала ключовим моментом «нової» теорії ОВЗ. Основний зміст положень ендогенності полягає в тому, що саме регіональна економічна конвергенція більшою мірою спричиняється

---

<sup>454</sup> Lucas R.E. *Econometric policy evaluation: A critique*. Carnegie-Rochester conference series on public policy. Rochester: Elsevier, 1976. P. 19–46.

<sup>455</sup> Mühlich L. *Advancing Regional Monetary Cooperation: The Case of Fragile Financial Markets*. Berlin: Springer, 2014. 318 p.

<sup>456</sup> Часто не береться до уваги, що сам Р. Мандел у менш відомих публікаціях вказував на основні дискусійні моменти теорії ОВЗ ще до появи «критики Лукаса»: Mundell R. A. *Uncommon arguments for common currencies*. *The Economics of Common Currencies* / Ed. H. G. Johnson and A. K. Swoboda. Crows Nest, Australia: Allen and Unwin, 1973; Mundell R. *A Plan for a European Currency*. *The Economics of Common Currencies* / Ed. H. G. Johnson and A. K. Swoboda. Crows Nest, Australia: Allen and Unwin, 1973. P. 143–173).

<sup>457</sup> Frankel J. A., Rose A. K. *The endogeneity of the optimum currency area criteria*. *The Economic Journal*. 1998. Vol. 108, No 449. P. 1009–1025.

регіональною монетарною інтеграцією, а не навпаки. Провівши панельний аналіз кореляції білатеральної торгівлі та бізнес-циклів, дослідники виявили, що схожість посилюється із введенням спільної валюти. Тобто держави ймовірніше відповідатимуть критеріям вступу у валютний союз *ex-post*, ніж *ex-ante*, а отже, переваги участі у валютному союзі згідно з положеннями «нової» теорії ОВЗ зростають порівняно із «старою» теорією.

Численні подальші дослідження загалом підтвердили аргумент ендогенності (хоч при цьому ефект валютного союзу виявлявся дещо меншим, ніж у перших працях за даним напрямом<sup>458</sup>)<sup>459</sup>. Основні критерії ОВЗ, для яких виявлена ендогенність, наведені на рис. 2.13.

Разом із тим, згідно з поглядами Х. Бергер та Ф. Ніча<sup>460</sup>, ефект створення торгівлі в ЄЕВС не простежується, якщо здійснити корекцію відносно загального зростання інтенсивності торгівлі, що спостерігалось в ЄС ще до введення євро. Однак дедалі зростаюча кількість досліджень демонструє більший вплив введення спільної валюти на інтенсивність фінансової інтеграції<sup>461</sup>, а також і на ринок праці<sup>462</sup>.

Суверенна боргова криза, яка спалахнула в ЄС (а особливо гостро проходила в п'ятірці членів ЄЕВС: Греції, Ірландії, Португалії, Іспанії та Кіпру) наприкінці 2009 р. знову похитнула шальки терезів на користь «старої» теорії ОВЗ (так званий «реванш теорії ОВЗ» (англ. *«revenge of the Optimum Currency Area»*)).

<sup>458</sup> Короткий огляд наводився нами на початку параграфу при розгляді емпіричної перевірки критеріїв ОВЗ.

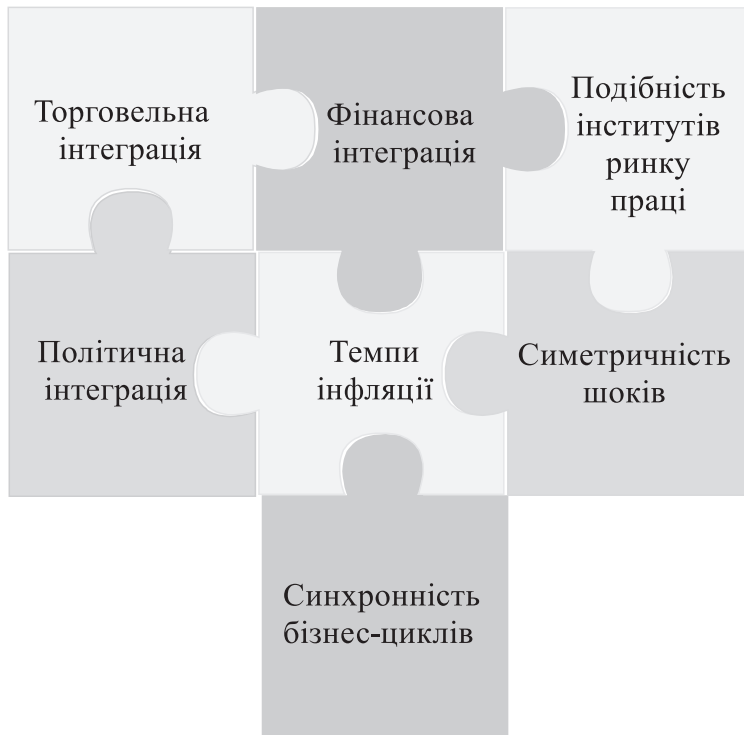
<sup>459</sup> Mühlich L. Advancing Regional Monetary Cooperation: The Case of Fragile Financial Markets. Berlin: Springer, 2014. 318 p.

<sup>460</sup> Berger H., Nitsch V. Zooming out: The trade effect of the euro in historical perspective. *Journal of International Money and Finance*. 2008. Vol. 27, No 8. P. 1244–1260.

<sup>461</sup> De Grauwe P., Mongelli F. Endogeneities of Optimum Currency Areas: What brings Countries Sharing a Single Currency Closer Together? *SSRN Scholarly Paper*. Rochester, NY: Social Science Research Network, 1 April 2005. URL: <https://papers.ssrn.com/abstract=691864>; Artis M. What do we now know about currency unions? *Macroeconomics and Finance in Emerging Market Economies*. 2008. Vol. 1, No 1. P. 13–29. DOI: <https://doi.org/10.1080/17520840701856217>

<sup>462</sup> De Grauwe P., Mongelli F. Endogeneities of Optimum Currency Areas: What brings Countries Sharing a Single Currency Closer Together? *SSRN Scholarly Paper*. Rochester, NY: Social Science Research Network, 1 April 2005. URL: <https://papers.ssrn.com/abstract=691864>.





**Рис. 2.13. Критерії ОВЗ, для яких характерна ендогенність**

*Джерело:* авторська модифікація за: Казарінов Д. В. Валютне Регулювання в Україні в процесі регіональної валютної інтеграції: дис. ... канд. ек. наук: 08.00.08 /Українська академія банківської справи НБУ, 2013.

Корифеї світової (особливо американської) економічної науки (наприклад, П. Кругман <sup>463</sup>, Дж. Стігліц <sup>464</sup>) почали вбачати суть проблем ЄВВС саме в тому, що останній не є оптимальною валютною зоною в класичній манделівській інтерпретації. Їх логіка, можливо, звучить дещо банально, враховуючи тривалий період еволюції теорії ОВЗ, проте не позбавлена підґрунтя: введення спільної валюти зменшує трансакційні торговельні витрати але водночас знижує гнучкість системи у випадку шоку, що може зазнати один із членів альянсу. Причому основним «злом» є не стільки обмеженість «однієї на всіх»<sup>465</sup> монетарної політики, скільки втрата цілого механізму коригування – валютного

<sup>463</sup> Krugman P. Revenge of the Optimum Currency Area. *NBER Macroeconomics Annual*. 2013. Vol. 27. No 1. P. 439–448. DOI: <https://doi.org/10.1086/669188>.

<sup>464</sup> Stiglitz J.E. The Euro: How a Common Currency Threatens the Future of Europe. 1 edition. New York: W. W. Norton & Company, 2016. 448 p.

<sup>465</sup> Англ. «one-size-fits-all monetary policy».

курсу. Враховуючи не надто високий рівень мобільності робочої сили між членами ЄЕВС, коригування відбулось шляхом різкого скороченням реальних заробітних плат у постраждалих економіках (в Ірландії, наприклад, заробітні плати зменшились більш ніж на чверть). Особливої гостроти подіям додавав той факт, що у випадку єдиної валюти, коригування реальних заробітних плат виявлялось у вигляді скорочення їх номінальних виражень (в теоретичних концепціях останніх десятиліть це вважалось майже неможливим), тобто було дуже наочним і болучим для робочої сили. Отже, незважаючи на «відхрещення» політиків ЄЕВС від основ теорії ОВЗ, перший насправді значний асиметричний шок привів до запуску сценарію, описаного Р. Манделом<sup>466</sup> (а дещо раніше М. Фрідманом<sup>467</sup>).

Разом із тим, не повністю зрозуміло чи зміг би плаваючий курс валют пом'якшити вищезгадану соціально-економічну «болісність» коригувань в ЄЕВС. Наприклад, Угорщина, котра не є членом єврозони і девальвувала національну валюту, характеризувалась значно більшою волатильністю реальних зарплат (не тільки в напрямку зниження); тобто девальвація мала лише транзитний ефект на реальний ефективний обмінний курс<sup>468</sup>. Постраждали від боргової кризи держави-члени ЄС (за винятком Греції) загалом зуміли швидше здійснити коригування у вимірах ВВП та стану платіжного балансу, ніж, наприклад, Ісландія, котра, незважаючи на девальвацію крони, за 10 років не досягла показника ВВП 2007 р.

Незважаючи на відновлення інтересу до «старої» теорії ОВЗ, П. Кругман не вважає реалістичним досягнення абсолютної мобільності робочої сили в рамках Європейського економічного та валютного союзу. Мовні та культурні відмінності між державами-членами не дозволяють наблизитись до рівня мобільності, властивого ринку праці США. Натомість дослідник розглядає

---

<sup>466</sup> Mundell R. A Theory of Optimum Currency Areas. *The American Economic Review*. 1961. Vol. 51, No. 4. P. 657–665.

<sup>467</sup> Friedman M. *Essays in positive economics*. Chicago: University of Chicago Press, 1953.

<sup>468</sup> Schelkle W. *The Political Economy of Monetary Solidarity: Understanding the Euro Experiment*. Oxford: Oxford University Press, 2017. 435 p.

створення фіскального союзу як основного способу досягнення відносної «оптимальності» ЄЕВС. У випадку асиметричного шоку постраждалі держави-члени фіскального союзу отримали б додаткове фінансування із центрального бюджету та певні податкові пільги, що в теорії повинно сприяти швидшому коригуванню. П. Кругман вбачав основною проблемою саме асиметричні шоки, тоді як загальні чи системні шоки не повинні становити небезпеки для валютного союзу. На його думку: «...те, що трапилось, ... було матір'ю усіх асиметричних шоків – шоком, що за гіркою іронією був спричинений саме введенням євро»<sup>469</sup>.

П. Кругман одночасно відмічав, що теорія ОВЗ (як «стара», так і «нова») мало уваги приділяє банківській системі і розглядає капітал лише як фактор виробництва, а не як фонд формування багатства. Особливо варто звернути увагу на взаємовідносини національних і регіональних банківських систем, а також на т. зв. «петлю негативного зворотного зв'язку» (англ. *«negative feedback loop»*) між банками та державними балансами<sup>470</sup>.

Основоположні принципи теорії ОВЗ базуються на вже згадуваному манделівському концепті «неблагословенної трійці» («трилеми»)<sup>32</sup> про неможливість одночасного досягнення абсолютної мобільності капіталу, стабільного валютного курсу та автономної грошово-кредитної політики. Сьогодні ЄС опинився на «роздоріжжі» нової фіскально-фінансової трилеми, альтернативні варіанти якої запропоновані в працях Ж. Пізані-Феррі<sup>471</sup> та М. Обстфельда<sup>472</sup> (остання є продовженням варіанта Дж. Шамбо<sup>473</sup>). Крім того, Дж. Айзeman та Х. Іто проводили аналіз у вимірах квадрилеми<sup>474</sup>. Зазначені модифікації трилеми Р. Мандела-М. Флемінга відображено на рис. 2.14.

<sup>469</sup> Krugman P. Revenge of the Optimum Currency Area. *NBER Macroeconomics Annual*. 2013. Vol. 27. No 1. P. 439–448. DOI: <https://doi.org/10.1086/669188>

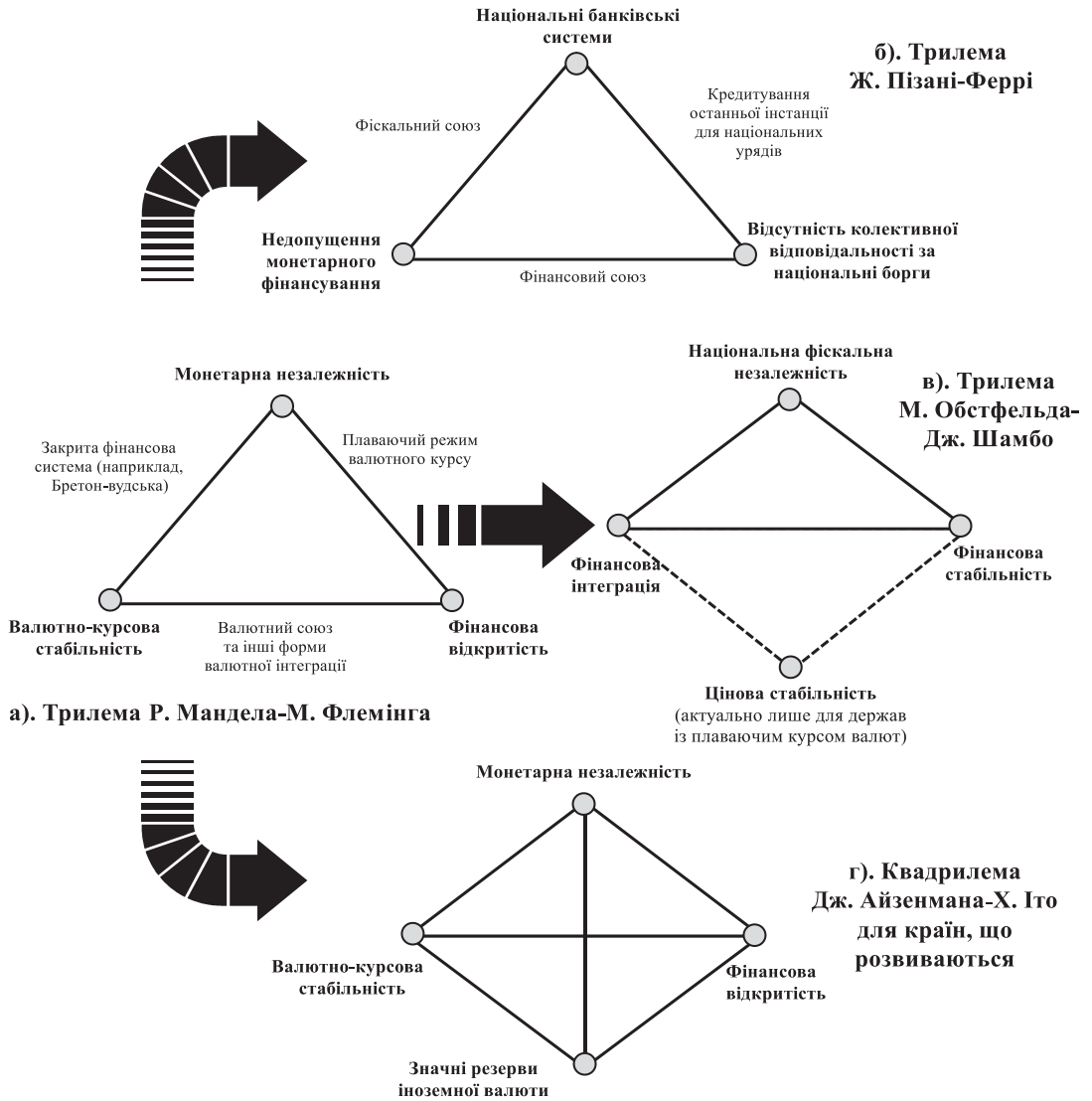
<sup>470</sup> *Ibid.*

<sup>471</sup> Pisani-Ferry J. The Euro Crisis and the New Impossible Trinity. Bruegel Policy Contribution, 2012.

<sup>472</sup> Obstfeld M. Finance at Center Stage: Some Lessons of the Euro Crisis. *SSRN Scholarly Paper*. Rochester, NY: Social Science Research Network, 2013. URL: <https://papers.ssrn.com/abstract=2247275>.

<sup>473</sup> Shambaugh J. The Euro's Three Crises. *Brookings Papers on Economic Activity*. 2012. No. 1. P. 157–231.

<sup>474</sup> Aizenman J., Ito H. The “Impossible Trinity”, The International Monetary Framework, and the Pacific Rim. *The Oxford handbook of the economics of the Pacific Rim* / Ed. I. Kaur, N. Singh. New York: Oxford University Press, 2014.



**Рис. 2.14. Сучасні модифікації трилеми Р. Мандела-М. Флемінга**

*Джерело:* авторська візуалізація за: Aizenman J., Ito H. The “Impossible Trinity”, The International Monetary Framework, and the Pacific Rim. *The Oxford handbook of the economics of the Pacific Rim* / Ed. I. Kaur, N. Singh. New York: Oxford University Press, 2014; Obstfeld M. Finance at Center Stage: Some Lessons of the Euro Crisis. *SSRN Scholarly Paper*. Rochester, NY: Social Science Research Network, 2013. URL: <https://papers.ssrn.com/abstract=2247275>. Pisani-Ferry J. The Euro Crisis and the New Impossible Trinity. Bruegel Policy Contribution, 2012; Shambaugh J. The Euro’s Three Crises. *Brookings Papers on Economic Activity*. 2012. No. 1. P. 157–231; Mundell R. Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates. *The Canadian Journal of Economics and Political Science*. 1963. Vol. 29, No. 4. P. 475–85. DOI: <https://doi.org/10.2307/139336>; Fleming J.M. Domestic Financial Policies under Fixed and under Floating Exchange Rates. *IMF Staff Papers*. 1962. Vol. 9. No 3. P. 369–380.

У своєму дослідженні Ж. Пізані-Феррі розглядала два тогочасні нормативні принципи ЄЕВС – про недопущення монетарного фінансування<sup>475</sup> державних витрат і про відсутність колективних зобов'язань за національні борги, а також враховувала наявність політичних, правових та економічних взаємозалежностей між національними банками і державними фінансовими інститутами держав-членів<sup>476</sup>. На думку дослідниці, один із зазначених трьох елементів повинен бути вилученим для досягнення стабільності системи. Так, фінансова стабільність може бути досягнута через розрив хибного кола (англ. «*vicious circle*») «національна банківська криза → національна боргова криза» та реформування банківської системи союзу. Боргову кризу, в свою чергу, можна подолати або через надання ЄЦБ мандату кредитора останньої інстанції для урядів держав-членів (усуваючи вето на монетарне фінансування боргу), або створення фіскального союзу (вводячи колективну відповідальність за національні борги). Публікуючи свою працю на початку 2012 р., Ж. Пізані-Феррі вважала, що політично найбільш прийнятною опцією буде створення фіскального союзу; однак у тому самому році було погоджено часткове створення банківського союзу (орієнтир у напрямку фінансового союзу) і оголошена програма «Прямі грошові операції» (англ. «*Outright Monetary Transactions*»), що пропонує механізм кредитування останньої інстанції.

Фінансово-фіскальна трилема М. Обстфельда<sup>477</sup> є продовженням розробки Дж. Шамбо<sup>478</sup> і ґрунтується на спостереженні про те, що «... в сучасному глобалізованому фінансовому середовищі фінансова інтеграція й автономна фіскальна політика несумісні із фінансовою стабільністю»<sup>479,480</sup>. М. Обстфельд

---

<sup>475</sup> Монетарне фінансування (по-іншому «гроші з гвинтокрила» (англ. «*helicopter money*»)) – це метод фінансування урядових витрат через збільшення грошової бази, а не випуск облігацій.

<sup>476</sup> Pisani-Ferry J. The Euro Crisis and the New Impossible Trinity. Bruegel Policy Contribution, 2012.

<sup>477</sup> Obstfeld M. Finance at Center Stage: Some Lessons of the Euro Crisis. *SSRN Scholarly Paper*. Rochester, NY: Social Science Research Network, 2013. URL: <https://papers.ssrn.com/abstract=2247275>.

<sup>478</sup> Shambaugh J. The Euro's Three Crises. *Brookings Papers on Economic Activity*. 2012. No. 1. P. 157–231.

<sup>479</sup> Трилема Обстфельда–Шамбо стосується валютних союзів. М. Обстфельд вказує, що держави із плаваючими курсами стикаються із «квадрилемами» і повинні жертвувати чимось: фінансовою інтеграцією, фінансовою стабільністю, фіскальною автономією та ціновою стабільністю.

<sup>480</sup> Obstfeld M. Finance at Center Stage: Some Lessons of the Euro Crisis. *SSRN Scholarly Paper*. Rochester, NY: Social Science Research Network, 2013. URL: <https://papers.ssrn.com/abstract=2247275>.

відстоює позицію щодо повного поєднання банківського та фіскального союзів, що передбачало би запровадження централізованого банківського нагляду і колективних фіскальних зобов'язань по допомозі проблемним банкам (англ. «*bank bailout*»), механізм котрих активувався б у разі вичерпання ресурсів, що надходять із приватних фондів та застрахованих депозитів.

Обидва альтернативні варіанти фінансово-фіскальної трилеми є хорошими дидактичними матеріалами, котрі наглядно демонструють складність прийняття рішень на ниві досягнення вищих рівнів інтеграції між державами. Проте їх контури стають розмитими і втрачають свою актуальність, коли починає впроваджуватись практика часткових і проміжних рішень, що ми й спостерігаємо сьогодні на прикладі ЄВВС.

Щодо проміжних рішень та сучасних варіацій «неблагословенної трійці» варто також розглянути концепцію (а, точніше, аналітичний підхід) Дж. Айзенмана та Х. Іто<sup>481</sup>, відому за назвою «квадрилема». Дослідники, на підставі емпіричних результатів перевірки, виявили, що три виміри канонічної трилеми для країн, що розвиваються, збігаються «по середині» завдяки типовим для цих країн керовано-плаваючим курсам національних валют, підкріплених значними резервами в іноземній валюті, а також середніми рівнями валютної та фінансової інтеграції<sup>482</sup>. Як результат аналізу, пропонується враховувати четвертий вимір – відношення резервів іноземної валюти до ВВП, високий рівень якого дозволяє країнам, що розвиваються, обирати із ширшого спектра політичних комбінацій.

Враховуючи зазначений дефіцит уваги до фінансової складової валютних зон, цілком логічним стало прагнення дослідників до його наповнення. У 2014 р. з'являється праця Е. Джонса та Дж. Андерхіла<sup>483</sup>, у котрій автори визначили

<sup>481</sup> Aizenman J., Ito H. The “Impossible Trinity”, The International Monetary Framework, and the Pacific Rim. *The Oxford handbook of the economics of the Pacific Rim* / Ed. I. Kaur, N. Singh. New York: Oxford University Press, 2014.

<sup>482</sup> Дослідження базувалось на даних за 1970-2009 рр.

<sup>483</sup> Jones E., Underhill G. Theory of Optimum Financial Areas: Retooling the Debate on the Governance of Global Finance. SSRN Scholarly Paper. Rochester, NY: *Social Science Research Network*, 24 November 2014. URL: <https://papers.ssrn.com/abstract=2531856>.

амбітну мету – закласти фундамент нового шабля розвитку теорії ОВЗ – теорії «оптимальних фінансових зон» (ОФЗ; англ. «*The theory of Optimal Financial Areas*», *OFA*). Теорія ОФЗ більшою мірою акцентує увагу на мобільності капіталу та міждержавних фінансових трансакціях, а не на валютно-курскових аспектах чи макроекономічному коригуванні, як у теорії ОВЗ. Дослідники, за аналогією до «монетарної географієї» Б. Коена <sup>484</sup>, розглядають світ у контурах «географії фінансової стабільності».

Стабільність визначена як основна ознака «оптимальності» фінансової зони і виявляється у нездатності зовнішнього шоку чи певної внутрішньої динаміки фінансового сектору розбити спільний фінансовий ринок на декілька окремих географічних юрисдикцій. Фінансова стабільність розглядається в розрізі двох феноменів: 1) фінансової інтеграції та 2) морального ризику (англ. «*moral hazard*») або явища, відомого як «надто великий, щоб збанкрутувати» (англ. «*too big to fail*») <sup>485</sup>.

Фінансову інтеграцію доволі складно ввести у теорію ОВЗ, оскільки за своє природою вона значно відрізняється від валютної інтеграції. Валютна інтеграція значною мірою є дискретною (держави можуть «переремикатись» між обмеженим переліком відносно окреслених режимів валютного курсу, типами конвертованості, якірними валютами і т.ін.) і охоплює доволі обмежену кількість суб'єктів, що володіють реальною монетарною владою. Тоді як фінансова інтеграція вирізняється континуальністю спектра (від абсолютної відсутності мобільності капіталу між державами, з одного боку шкали, до досконалої мобільності капіталу – з іншого) та значно ширшим масивом суб'єктів. Фінансова інтеграція вважається «стабільною», поки її суб'єкти вирізняються достатніми стимулами для трансферу капіталів між державами-членами (незалежно від того, чи йдеться про втечу в якість, ліквідність чи

<sup>484</sup> Cohen B. J. *The Geography of Money*. Ithaca, NY: Cornell University Press, 2000. 248 p.

<sup>485</sup> Jones E., Underhill G. *Theory of Optimum Financial Areas: Retooling the Debate on the Governance of Global Finance*. SSRN Scholarly Paper. Rochester, NY: *Social Science Research Network*, 24 November 2014. URL: <https://papers.ssrn.com/abstract=2531856>.

«національну упередженість»<sup>486</sup>). Економічний спад в одній із держав-учасниць не обов'язково призводить до загрози фінансовій інтеграції, навіть якщо йдеться про перерозподіл активів і зобов'язань. Однак політичної волі недостатньо для стимулювання трансферту капіталу (тоді як у випадку валютної інтеграції політична складова є беззаперечним приматом над валютною інтернаціоналізацією).

Ефект морального ризику в теорії ОФЗ виникає також, незважаючи на її орієнтованість на створення достатньо еластичної системи, щоб абсорбувати колапс чи провал великих гравців (приватних чи державних, чи, навіть, інфраструктурних), не спровокувавши процеси ре-локалізації фінансових ресурсів. При цьому, на відміну від теорії ОВЗ (де коригування відбувалось за рахунок найслабших членів, створюючи цим самим стимули до їх втечі чи погрози втечі з альянсу), в теорії ОФЗ фінансова інтеграція залежить саме від здатності політиків абстрагуватись від загрози шантажів. Але, тим не менше, фінансова інтеграція створює щораз більші суб'єкти як за економічною потужністю, так і за мережею зв'язків, що неминуче приводить до необхідності балансу між систематичним надмірним уникненням ризиків (англ. «*risk aversion*») та їх ігноруванням, надіючись, що політична компонента врятує ключових суб'єктів у випадку виникнення серйозних проблем.

Теоретики ОФЗ запропонували шість критеріїв (хоча за суттю вони є швидше інститутами), що мають сприяти фінансовій стабільності валютної зони. Їх можна поділити на дві групи:

1. Критерії, що пов'язані з технічною структурою ринків і можуть розглядатись як підґрунтя для забезпечення впевненості у фінансовій системі:

– наявність спільного фонду безризикових активів, котрий виступає своєрідною заставою для забезпечення членів ОФЗ доступом до ліквідності, організації клірингових розрахунків, а також стає «безпечною гаванню» в період потрясінь;

---

<sup>486</sup> Англ. «*flight to quality*»; «*flight to liquidity*»; «*home bias*»,



– створення централізованої системи управління національними борговими зобов'язаннями, що може набувати інституційної форми фіскального агента чи центрального банку;

– централізовані контрагенти та спільні процедури управління ризиками комунікацій, клірингу, розрахунків та депозитаріїв.

2. Критерії, що пов'язані із здатністю ОФЗ не допустити чи активно подолати фінансову нестабільність під час шоківих станів:

- загальна структура фінансового та пруденційного нагляду;
- наявність кредитора останньої інстанції для фінансових установ і, зрештою, для національних урядів (у тому числі із здатністю до монетизації боргу у разі реальної необхідності);
- механізм раціоналізації очікувань у випадку резолюцій як приватних, так і офіційних установ <sup>487</sup>.

Підсумовуючи, можна зробити висновок, що теорія ОФЗ Е. Джонса та Дж. Андерхіла <sup>488</sup> є швидше спробою задати тон для подальших альтернативних досліджень регіональної валютної інтеграції, ніж повноцінною моделлю (що визнають і автори). Щоправда, їх умовиводи ґрунтуються на результатах аналізу існуючих не оптимальних валютних союзів (зокрема, історичних етапів становлення монетарних систем США, Великої Британії та Канади), котрі формувались в зовсім інших економічних реаліях і на основі застарілих концептуальних підходів. Крім того, наявність кредитора останньої інстанції може призвести до самопосилювальних криз ліквідності та платоспроможності.

Загалом теорія ОФЗ базується на ідеї «*finalité*»<sup>489</sup> і передбачає створення певного нормативного бенчмарку функціонального союзу. Однак при цьому не береться до уваги, що навіть за наявності спільної мети розвитку зусилля для її

---

<sup>487</sup> Jones E., Underhill G. Theory of Optimum Financial Areas: Retooling the Debate on the Governance of Global Finance. SSRN Scholarly Paper. Rochester, NY: *Social Science Research Network*, 24 November 2014. URL: <https://papers.ssrn.com/abstract=2531856>.

<sup>488</sup> *Ibid.*

<sup>489</sup> Фр. «*finalité*» – «остаточність, завершеність».

досягнення, а також загальне сприйняття й очікувані наслідки, будуть різними для окремих держав-членів.

Враховуючи останнє твердження, виник ще один напрямок конструктивної критики сформованого концептуального мейнстриму регіональної економічної інтеграції, котрий вдало підсумований у праці Т. Іверсена та співавторів<sup>490</sup>. Дослідники зазначали, що, незважаючи на взаємну зацікавленість у низьких процентних ставках та низьких темпах інфляції, сучасна організаційна структура Європейського економічного і валютного союзу відображає інтереси добре скоординованих «північних» держав, котрі прагнули захистити свої зарегульовані й негнучкі ринки праці від конкуренції з боку схильних до девальвацій «південних» держав.

На основі схожої аргументації нещодавно сформована нова парадигма валютної інтеграції, котру можна об'єднати за назвою «теорія регіональної валютної солідарності». Основними ідеологами і популяризаторами постулатів валютної солідарності є група німецьких дослідниць – В. Шелькле<sup>491</sup>, Л. Мюліх<sup>492</sup> та Б. Фріц<sup>493,494</sup>, котрі розглядають особливості розвитку процесів валютної інтеграції чи співпраці в розрізі угруповань держав «Півночі» та «Півдня». В. Шелькле вважає, що більшість держав не може проводити по-справжньому ефективну і незалежну валютно-курсову політику, що можна досягти або через високий рівень координації (що демонструє дуже обмежена кількість держав, наприклад, Швеція), або через репутацію, здобуту

---

<sup>490</sup> Iversen T., Soskice D., Hope D. The Eurozone and political economic institutions. *Annual Review of Political Science*. 2016. Vol. 19. P. 163–185.

<sup>491</sup> Schelkle W. *The Political Economy of Monetary Solidarity: Understanding the Euro Experiment*. Oxford: Oxford University Press, 2017. 435 p.

<sup>492</sup> Mühlich L. *Advancing Regional Monetary Cooperation: The Case of Fragile Financial Markets*. Berlin: Springer, 2014. 318 p.

<sup>493</sup> Fritz B., Mühlich L. Regional Monetary Integration among Developing Countries: New Opportunities for Macroeconomic Stability beyond the Theory of Optimum Currency Areas? *GIGA Working Paper*. 2006. Vol. 38. URL: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=977985](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=977985).

<sup>494</sup> Щоправда, останні дві дослідниці використовують термін «регіональна валютна кооперація», однак також розглядають проблематику із перспективи відносин «Північ-Південь», аналогічно до В. Шелькле, і доходять схожих висновків.

десятиліттями (на яку не може повною мірою покладатись навіть Велика Британія)<sup>495</sup>.

Теорія валютної солідарності суттєво відрізняється від базових принципів теорії ОВЗ за двома напрямками. По-перше, вважається, що диверсифікацію необхідно стимулювати, а не усувати. По-друге, солідарність не вимагає «ще тіснішого союзу»<sup>496</sup>, тобто вищого рівня валютної інтеграції чи централізованої монетарної політики. Навпаки, стверджується, що варто відмовитись від деяких аспектів валютних інтеграційних процесів, щоб не посилити надмірну дифузію ризиків. Береться під сумнів також твердження, що введення повного фіскального союзу із спільним бюджетом обов'язково посилить валютну солідарність<sup>497</sup>.

Основні віхи розвитку теорії ОВЗ зображено на рис. 2.15. Окрім вже практично класичних етапів (в оригіналі – фаз) розвитку теорії ОВЗ за Ф. Монгеллі<sup>498</sup>, ми додали також етап зародження та сучасний посткризовий етап.

Також на рисунку ми візуально відобразили взаємовідносини теорії ОВЗ та стратегічної практики ЄВВС. Роль теорій оптимальних валютних зон у формуванні «обличчя» Європейського економічного та валютного союзу є доволі невизначеною. Ключовим аргументаом Звіту Делора (1989 р.), який згодом став основою Маастрихтського договору, була необхідність досягнення мінімізації ризиків від волатильності валютних курсів. Деякі дослідники вважають, що цей аргумент не має прямого зв'язку чи, принаймні, досить побіжно стосується положень теорії оптимальних зон.

---

<sup>495</sup> Schelkle W. *The Political Economy of Monetary Solidarity: Understanding the Euro Experiment*. Oxford: Oxford University Press, 2017. 435 p.

<sup>496</sup> Англ. «*ever closer union*» – це фраза, що є своєрідним гаслом-дороговказом ЄС протягом всієї його історії (перше використання її датують 1957 р. «Explaining the EU Deal: An “Ever Closer Union”», Full Fact, accessed 5 December 2017, <https://fullfact.org/europe/explaining-eu-deal-ever-closer-union/>).

<sup>497</sup> Schelkle W. *The Political Economy of Monetary Solidarity: Understanding the Euro Experiment*. Oxford: Oxford University Press, 2017. 435 p.

<sup>498</sup> Mongelli F. «New» views on the optimum currency area theory: what is EMU telling us? Working Paper Series. *European Central Bank*, April 2002. URL: <https://econpapers.repec.org/paper/ecbecbwps/20020138.htm>.

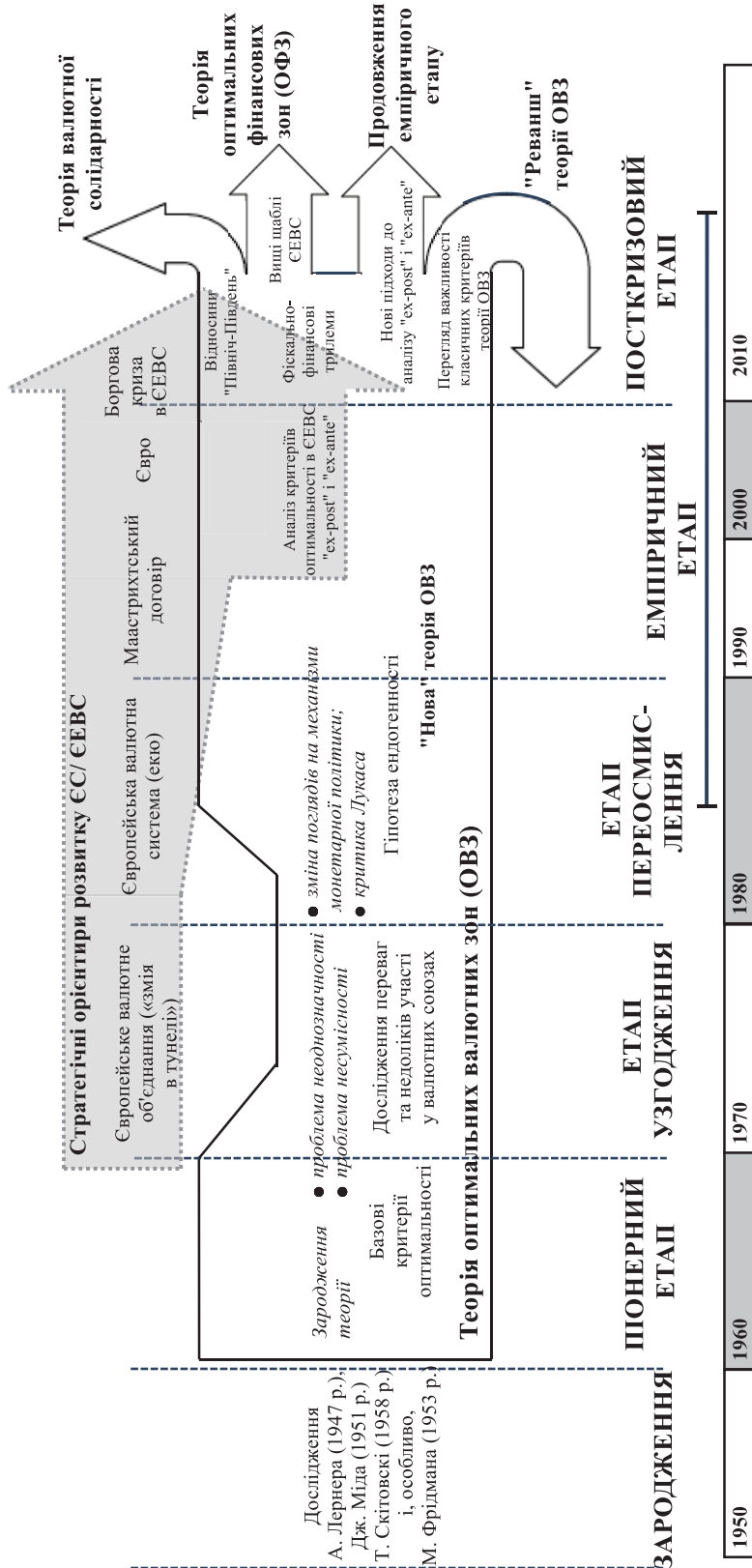


Рис. 2.15. Еволюція мейнстріму теорії регіональної валютної інтеграції

Джерело: сформовано автором.

Концепція ОВЗ прямо не згадується у Звіті Делора, більш того у одному із наступних звітів «Єдиний ринок, єдина валюта» (1990) 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 підтвердили значного впливу волатильності курсів валют на розвиток торгівлі чи рух інвестицій. Відмічалось, що валютна уніфікація є лише окремим випадком зменшення волатильності, що приводить до усунення невпевненості у валютних курсах, зменшення транзакційних витрат та хеджування.

Слід враховувати, що теорії ОВЗ здебільшого акцентують увагу на позитивних ефектах від валютної інтеграції, тоді як формування та управління валютним союзом – це переважно нормативний процес. При цьому необхідно враховувати два історичні етапи європейської інтеграції: «псевдо-валютний союз» (характерний для Європейської валютної системи) та «повний валютний союз» (типовий для ЄВВС).

Емпіричні дослідження «оптимальності» Європейського економічного та валютного союзу переважно пов'язані із чотирьома аспектами. По-перше, робились спроби оцінювання наслідків відмови від плаваючого валютного курсу через вимірювання коваріації зовнішніх шоків для учасників союзу та рівня впливу симетричних та асиметричних шоків. По-друге, вимірювався рівень внутрішньої диверсифікації європейських країн, здійснювалась диверсифікація реальних шоків на територіально-специфічні та галузеві-специфічні. По-третє, досліджувалась роль міграції робочої сили у процесі міжнародного та міжрегіонального регулювання. І по-четверте, в останнім період опублікована велика кількість досліджень щодо можливого впливу союзу на розмір та природу екзогенних шоків, рівень мобільності робочої сили тощо.

Особливий інтерес дослідників і практиків до теорії ОВЗ активізувався після спалаху боргової кризи в Європі. Дуже вдалу характеристику взаємності впливу суверенної боргової кризи в ЄВВС та теорії ОВЗ наводить В. Шелькле,

котра зазначала: «...складається враження, що кризові менеджери єврозони були надто вражені теорією ОВЗ, що привело до політичних помилок як перед, так і під час кризи... Теорія ОВЗ розглядає можливі та правильні способи коригування з перспективи держав-членів, замість того, щоб акцентувати увагу на тому, як колективна політична система валютної зони повинна мінімізувати шкоду, завдану окремому члену... ЄС був охоплений нав'язливою ідеєю формування гнучкого ринку праці, тоді як реальні проблеми виникли на фінансовому ринку»<sup>499</sup>.

Більшість дослідників погоджується, що ЄЕВС є валютним союзом країн, який не відповідає умовам теорії ОВЗ<sup>500</sup>, як і жоден з існуючих чи історичних валютних альянсів. Серед найбільш суперечливих умов можна виокремити: 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.

---

<sup>499</sup> Schelkle W. *The Political Economy of Monetary Solidarity: Understanding the Euro Experiment*. Oxford: Oxford University Press, 2017. 435 p.

<sup>500</sup> Jonung L., Drea E. *The euro: It can't happen, It's a bad idea, It won't last. US economists on the EMU, 1989-2002. European Economy – Economic Papers 2008–2015*. Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN), European Commission, December 2009. URL: <https://ideas.repec.org/p/euf/ecopap/0395.html>.



## Розділ 3

# ПРОЦЕСИ РЕГІОНАЛЬНОЇ ВАЛЮТНОЇ ІНТЕГРАЦІЇ В УМОВАХ ТРАНСФОРМАЦІЇ ГЕОМОНЕТАРНОГО ПРОСТОРУ

---

### 3.1. Ретроспективні та сучасні форми валютної інтеграції

Історичні витоки перших спроб формування міжнародної валютної системи (у вузькому розумінні) та валютної інтеграції можна спостерігати ще в античний період в умовах досягнення окремими націями регіональної гегемонії та закріплення за їх валютами функції засобу міжнародного обміну. Історично перша формальна міжнародна валютна система базувалась на грошовій одиниці «дарік» Держави Ахемінідів (Персія) у V ст. до н. е.<sup>501</sup> У цей же період зростає міжнародна активність полісів Давньої Греції, що зумовлює зростання популярності їх монет (тетрадрахми, статери та ін.) у середземноморському регіоні та серед племен варварів (важливу роль при цьому відіграв високий рівень мистецтва карбування монет)<sup>502</sup>. Наступницями стали валютні системи Римської (денаріус – із III ст. до н. е., солідус – із IV ст. н. е. та ін.), а також Османської імперій (золотий динар)<sup>503</sup>, монетні системи держав Середньовіччя із фіксованим протягом століть металевим вмістом<sup>504</sup>.

Згодом – протягом XVI–XX ст. – поступово виникають та зникають із міжнародної арени валютні системи на основі грошових одиниць колоніальних структур (іспанського долара, голландського гільдера, французького франка та британського фунта стерлінгів)<sup>505</sup>. Поволі починає формуватись «генеральна лінія» міжнародної валютної системи, охоплюючи такі основні етапи<sup>506</sup>:

- біметалізм (1803–1873 pp.);
- міжнародний золотий стандарт (1873–1914 pp.);
- міжвоєнний період (1920–1939 pp.);

<sup>501</sup> Money: A History / ed. Eagleton C. et all. Firefly Books, 2007. 272 p.

<sup>502</sup> Древнегреческие монеты. *Енциклопедия Брокгауза и Эфрона*. URL: <http://gatchina3000.ru/brockhaus-and-efron-encyclopedic-dictionary/037/37575.htm> (дата обращения: 16.02.2017).

<sup>503</sup> Perassi C. Online numismatic exhibit: «The charm of gold in ancient coinage», 2017. URL: [http://monetaoro.unicatt.it/default\\_e.asp](http://monetaoro.unicatt.it/default_e.asp) (Last accessed: 16.02.2017).

<sup>504</sup> Dwyer G.P., Lothian J.R. *The Economics of International Monies*. Rochester, NY: Social Science Research Network, 2004. URL: <https://papers.ssrn.com/abstract=613689>.

<sup>505</sup> Лизун М. В. Розвиток світової валютної системи крізь призму її елементів. *Вісник Тернопільського Національного Економічного Університету*. 2016. № 4. С. 82–95.

<sup>506</sup> Існують певні відмінності у класифікації етапів різними дослідниками (огляд наводиться в праці Козюк В. В. *Монетарні проблеми функціонування глобальної фінансової архітектури: монографія*. Тернопіль: Видавництво Астон, 2005. 512 с.).



- Бреттон-Вудська система (1944–1973 рр.);
- Ямайська система, або сучасна «несистема» (1976 р.–по сьогодні).

У рамках наведеного мейнстріму формуються валютні альянси із регіональним ухилом. Так, у період біметалізму виникають перші валютні союзи (розглядатимуться далі). Знову ж таки наслідком руйнування золотодевізного стандарту (у період світової економічної кризи 1929–1933 рр.)<sup>507</sup> став розпад світової валютної системи на валютні блоки: стерлінговий, доларовий та золотий (табл. 3.1). Валютний блок (як історична форма валютного альянсу<sup>508</sup>) слід розуміти як угруповання, сформоване за критерієм валютно-економічного домінування держав, що очолюють даний блок, шляхом прив'язки до їхньої валюти валют країн-учасниць цього блоку<sup>509</sup>. Таким чином, основою створення валютних блоків була прив'язка слабших валют до більш сильних, що мало за мету стабілізацію валютно-фінансових відносин під час економічної кризи. Принциповою відмінністю валютного блоку від інших форм валютних об'єднань була наявність держави-лідера, яка здійснювала централізоване регулювання валютно-фінансових і загальноекономічних відносин в рамках блоку<sup>510</sup>.

Варто відмітити, що під час Другої світової війни, крім вищезазначених валютних блоків, країни «осі» (Німеччина та Японія) створили кожна власний валютний блок, в які увійшли окуповані ними країни, як правило, в примусовому порядку<sup>511</sup>.

Після розпаду валютних блоків на їх основі під час Другої світової війни та після її завершення сформувались валютні зони, які стали вищою формою регіональних валютних об'єднань, створених із метою проведення узгодженої політики у сфері міжнародних валютних відносин.

<sup>507</sup> 1936 р. можна вважати роком остаточного зупинення дії золотодевізного стандарту.

<sup>508</sup> В дослідженні ми розглядатимемо сучасні валютні блоки в дещо відмінній інтерпретації (Таблиця 1.8)

<sup>509</sup> Бурковська А.В., Лункіна Т.І. Міжнародні кредитнорозрахункові та валютні операції в сучасних умовах: навч. посіб. Миколаїв: МНАУ, 2012.

<sup>510</sup> Булатова Е. В., Марена Т.В. Эволюция и современные формы развития процессов региональной валютной интеграции. *Buletinul Științific Al Universității de Stat "Bogdan Petriceicu Hasdeu" Din Cahul*. 2011. № 6. С. 116–127.

<sup>511</sup> Боринець С.Я. Міжнародні валютно-фінансові відносини: підручник. Київ: Знання, 1999. 409 с.

Таблиця 3.1

**Валютні блоки та їх характеристики**

Валютний блок	Період	Держави-учасниці	Особливості функціонування
Стерлінговий блок	1931–1939	Країни Британської імперії (крім Канади, Ньюфаундленда), ряд держав, що були тісно економічно пов'язані з Великою Британією (Єгипет, Ірак, Португалія, пізніше – Данія, Норвегія, Швеція, Фінляндія, Японія – де-факто, а потім Греція та Іран). Всього до блоку входило 22 країни.	Країни, що входили в блок, фіксували свої валютні курси відповідно до курсу фунта стерлінгів, а їх курс щодо валют «третіх» країн встановлювався відповідно до курсу фунта стерлінгів щодо цих валют. Валютні резерви країн-учасниць зберігалися в Банку Англії і використовувались для взаємних розрахунків і розрахунків із «третіми» країнами. При цьому розрахунковою одиницею був фунт стерлінгів. В даний період стерлінговий валютний блок мав найбільший вплив (фунт стерлінгів обслуговував 40–50% світового товарообігу).
Доларовий блок	1933–1939	США, Канада та країни Латинської Америки.	Країни-учасниці даного блоку підтримували певні співвідношення між долларом США і валютами своїх країн, зберігали більшу частину своїх валютних резервів у банках США, через які здійснювалися розрахунки між країнами-членами блоку і з «третіми» державами. Характерною рисою доларового блоку було те, що у ньому не здійснювався валютний контроль з боку США.
Золотий блок	1933–1936	Франція, Бельгія, Нідерланди, Швейцарія, згодом Італія, Чехословаччина, Польща.	Золотий блок створений за ініціативою Франції, його метою було штучне підтримання незмінного золотого вмісту валют країн-учасниць. Короткотривалий термін існування даного блоку пояснюється тим, що країни-учасниці не змогли конкурувати з Великою Британією та США.

*Джерело:* систематизовано автором на основі матеріалів: Боринець С. Я. Міжнародні валютно-фінансові відносини: підручник. К: Знання, 1999; Прохорова М. Е. Сучасні підходи до формування новітньої архітектури світової валютної системи. *Науковий вісник інституту міжнародних відносин НАУ. Серія: Економіка, Право, Політологія, Туризм.* 2010. Т. 1. №. 1. С. 61.

У даний період утворилися наступні валютні зони: фунта стерлінгів, долара США, французького франка, португальського ескудо, іспанської песети, голландського гульдена та ін. Всі вони стали відображенням етапу фіксованих валютних курсів Бреттон-Вудської системи, однак частина із сформованих тоді валютних зон функціонує і сьогодні (звісно, із значними трансформаціями).

Дещо детальніше охарактеризуємо три основних валютні зони повоєнного періоду.

Стерлінгова валютна зона була створена на початку Другої світової війни на основі стерлінгового блоку (на той час у Великій Британії введено валютний контроль без необхідних інститутів). До країн-членів висувалися вимоги дотримання режиму валютного контролю та відповідних спільних заходів цього контролю щодо «третіх» країн та створення спільного валютного і золотого фондів. Крім цього, відбулося об'єднання золотих і валютних резервів (на основі угод між Великою Британією та країнами-членами стерлінгової валютної зони), а всі країни мали можливість вільно використовувати значну частину даних резервів.

У склад стерлінгової зони входили переважно держави-члени Співдружності націй та низка інших держав, які мали тісні складені історично економічні, торговельні, валютно-фінансові та політичні відносини з Великою Британією (Ісландія, Ірландія, Єгипет, Йорданія та інші). Стерлінгова зона в класичному розумінні припинила функціонування в 1970-х рр. і в сучасних умовах охоплює лише територіальні та коронні володіння Великої Британії: Гібралтар, о-ви Гернси, Джерсі, Мен та Фолклендські о-ви.

Доларова валютна зона була утворена на початку Другої світової війни на основі однойменного валютного блоку та охоплювала країни Північної, Центральної та Південної Америки, валютні системи і зовнішні розрахунки яких орієнтуються на долар Сполучених Штатів Америки. Країни-члени доларової валютної зони мали тісні торговельні зв'язки з США, відповідно їх зовнішня торгівля здебільшого була зорієнтована на американський ринок. Доцільно зауважити, що США виступала основним імпортером сировинних ресурсів країн-членів зони та експортером готових товарів у ці країни. В сучасних умовах доларова зона поступово трансформувалась у систему доларизованих держав на основі валюти США.

Наступною валютною зоною була зона французького франка, яка виникла на основі колишніх французьких колоній у 1945 р. На відміну від попередніх валютних зон, які не були підкріплені міждержавними угодами, в основі зони французького франка була угода про заснування її як добровільного об'єднання країн-учасниць. Крім того, був створений Валютний комітет з метою координації валютно-кредитної політики у даній валютній зоні, який згодом замінено секретаріатом<sup>512</sup>.

Характерною особливістю існування валютної зони французького франка була наявність трьох підгруп держав, які до неї входять. В першу підгрупу входили французькі департаменти метрополії, чотири французькі заморські департаменти і заморські території. До другої групи належали африканські держави та Мадагаскар. Країни даної групи отримували від Франції державну допомогу: позики, гарантії фінансування, субсидії, капітальні вкладення та інші фінансові й торговельні переваги. Третю групу утворювали Марокко, Туніс і Алжир, які також отримували від Франції фінансову допомогу, причому на привілейованих умовах, та мали преференційний торговельний режим. Загалом у зону франка входило 17 держав і 12 заморських володінь Франції. Зона французького франка в певній модифікації існує і донині, хоча курси валют її держав-учасниць із 2002 р. прив'язані до євро.

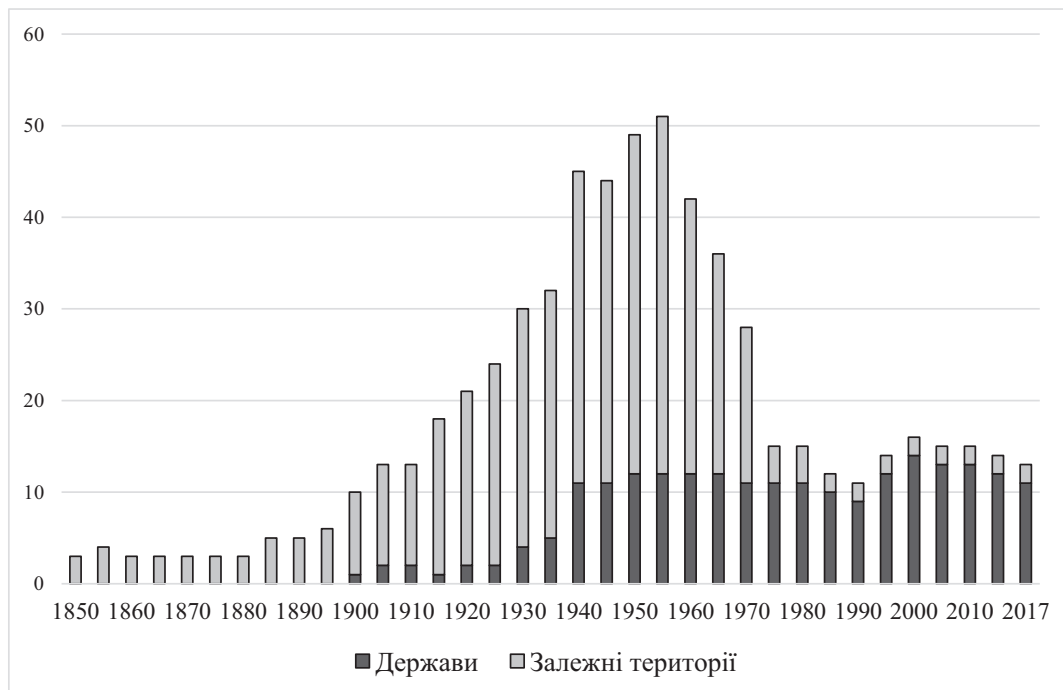
Сучасний період функціонування валютної інтеграції детермінується трьома режимами валютних курсів: валютної ради, доларизації та валютних союзів. Надалі розглянемо детальніше кожен із згаданих режимів.

Валютна рада тривалий період 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). Піку популярності валютні ради досягли у 1940–60-х рр. (рис. 3.1), коли їх кількість

---

<sup>512</sup> Даний секретаріат був підрозділом Французького банку.

перевищувала 50-ть (переважно залежні територіальні володіння Великої Британії). Проте після 1970-х рр. валютні ради починають дедалі менше відповідати мінливим умовам інтернаціоналізованішого фінансового простору і кількість їх поступово зменшується.



**Рис. 3.1. Динаміка кількості держав і територій, що використовували режим валютної ради, 1850–2017 рр.**

*Джерело:* дані до 1990 р. отримано із: Wolf H. C., Ghosh A. R., Berger H., Gulde A.-M. Currency Boards in Retrospect and Prospect. CESifo Book Series. Cambridge, Mass: MIT Press, 2008. Р. 8. URL: <http://gen.lib.rus.ec/book/index.php?md5=8B1ABD875B8AE6DC5588A85F5A3595E7>; інформація після 1990 р. – із звітів МВФ та на основі профілів країн.

Деяке поживлення інтересу до валютних рад спостерігалось у 1990-х рр., коли Аргентина та низка пост-соціалістичних держав переходять на такий режим у пошуках стабільності. Проте хвиля зацікавленості виявилась нетривалою і поступово втратила силу.

За станом на сьогодні лише 11 держав та 2 залежні території впровадили режим валютної ради. Особливості сучасних валютних рад наведені в табл. 3.2.

Характеристики історичних прикладів валютних рад 1850-1980-х рр. систематизовані в дослідженні Г. Вольфа та співавторів<sup>513</sup>.

Таблиця 3.2

## Характеристика сучасних валютних рад

Держава/ територія	Введення валютної ради	Політичний статус	Валюта-якір	Населення
			Національна валюта	
Антигуа і Барбуда*	1965	Держава	Долар США** Східнокарибський долар	86
Бермудські Острови	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 Острови	1972	Територія	Долар США Долар Кайманових Островів	60
Сент-Вінсент і Гренадини*	1965	Держава	Долар США** Східнокарибський долар	110
Сент-Кітс і Невіс*	1965	Держава	Долар США** Східнокарибський долар	46
Сент-Люсія*	1965	Держава	Долар США** Східнокарибський долар	186

Примітки: \* держава є членом МВФ;

\*\* історично першою валютою прив'язки був фунт стерлінгів;

\*\*\* історично першою валютою прив'язки була німецька марка.

Джерело: складено автором.

Держави, що використовують режим валютної ради, переважно є малими економіками із сумарним населенням, що ледь перевищує 20 млн. осіб

<sup>513</sup> Wolf H. C., Ghosh A. R., Berger H., Gulde A.-M. Currency Boards in Retrospect and Prospect. *CESifo Book Series*. Cambridge, Mass: MIT Press, 2008. 262p. URL: <http://gen.lib.rus.ec/book/index.php?md5=8B1ABD875B8AE6DC5588A85F5A3595E7>.

(переважно завдяки Гонконгу, Болгарії та Боснії і Герцеговині). Половину із наведеного переліку становлять члени Східнокарибського валютного союзу.

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

Офіційна доларизація є наступним режимом валютного курсу, котрий ми зараховуємо до валютної інтеграції. За даними «Щорічного звіту про режими валютних курсів та валютних обмежень» МВФ<sup>514</sup>, за 2016 р. нараховувалось 14 держав з офіційним режимом валютної доларизації (ще 4 держави, що не є членами МВФ, використовують іноземну валюту як офіційний платіжний засіб – Андорра, Ватикан, Ліхтенштейн та Монако). Для більш повного відображення процесів доларизації ми включили до переліку також низку залежних територій, враховуючи той факт, що частина із них використовує валюту держави-метрополії, однак деякі все ж емітують власну валюту (іноді як неформальний різновид валюти метрополії) чи застосовують валюту третіх країн (табл. 3.3).

Так, за станом на момент дослідження доларизованими можна вважати 37 держав і територій із загальною чисельністю населення менш як 50 млн. осіб. Якщо порівнювати з аналогічним дослідженням З. Боґетіча, проведеним у 1999 р.<sup>515</sup>, то кількість доларизованих держав і територій зросла на 5 одиниць, проте населення збільшилось майже в 5 разів (із 10,5 млн.) переважно за рахунок доларизації Еквадору та Сальвадору, фінансової кризи в Зімбабве та отримання незалежності Косово. До групи доларизованих можна також зарахувати тимчасово окуповані території України, однак АР Крим де-факто ввійшла до складу РФ, а в ДНР та ЛНР перелік квазіофіційних валют постійно змінюються із де-факто домінуванням російського рубля. Проте незважаючи на майже 5-

<sup>514</sup> International Monetary Fund. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions. Washington, 2016. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/Annual-Report-on-Exchange-Arrangements-and-Exchange-Restrictions/Issues/2017/01/25/Annual-Report-on-Exchange-Arrangements-and-Exchange-Restrictions-2016-43741>.

<sup>515</sup> Bogetic Z. Official Dollarization: Current Experiences and Issues. Rochester, NY: Social Science Research Network, 2000. URL: <https://papers.ssrn.com/abstract=1809824>.

тикратне зростання населення офіційно доларизованих держав, загалом їм притаманні невеликі розміри та незначний вплив на глобальну економіку.

Таблиця 3.3

**Незалежні держави та території із повною офіційною доларизацією**

Держава / територія	Початок доларизації	Політичний статус	Валюта	Населення (тис. осіб)
Абхазія	2008	Спірна територія	Російський рубль, власна монета (парал.)**	240
Андорра	1278	Держава	Євро (раніше фр. франк та іспан. песета)***	78
Ватикан	1929	Держава	Євро (раніше іт. ліра)**	1
Віргінські Острови, США	1934	Територія	Долар США	107
Віргінські Острови, Велика Британія	1973	Територія	Долар США	29
Гренландія	до 1800	Територія	Датська крона	56
Гуам	1898	Територія	Долар США	184
Еквадор*	2000	Держава	Долар США, власні монети (парал.)	16 809
Зімбабве*	2009	Держава	Долар США (для урядових розрахунків) + інші сильні валюти	14 542
Кірибаті*	1943	Держава	Австралійський долар, власні монети (парал.)**	113
Кіпр, Північний	1974	Самопроголошена держава	Турецька ліра	300
Косово*	1999	Держава	Євро (раніше нім. марка)	1 908
Ліхтенштейн	1921	Держава	Швейцарський франк	38
Маршаллові Острови*	1944	Держава	Долар США	55
Мікронезія*	1944	Держава	Долар США	103
Монако	1865	Держава	Євро (раніше фр. франк)	38
Науру*	1914	Держава	Австралійський долар	10
Острови Кука	1995	Територія	Новозеландський долар	18
Острови Святої Єлени, Вознесіння і Тристан-да-Кунья	1834	Територія	Фунт стерлінгів	6
Палау*	1944	Держава	Долар США	18
Панама*	1904	Держава	Долар США, власні монети (парал.)	3 815
Південна Осетія	2008	Спірна територія	Російський рубль	52
Пн. Маріанські Острови	1944	Територія	Долар США	52
Пуерто-Ріко	1899	Територія	Долар США	3 411
Сальвадор*	2001	Держава	Долар США	6 582
Самоа Американське	1899	Територія	Долар США	57



Продовження табл. 3.3.

Держава / територія	Початок доларизації	Політичний статус	Валюта	Населення (тис. осіб)
Сан-Марино*	1897	Держава	Євро (раніше італ. ліра)	33
Східний Тимор*	2000	Держава	Долар США, власні монети (парал.)	1 167
Тувалу*	1892	Держава	Австралійський долар, власні монети (парал.)	11
Фарерські Острови	1949	Територія	Датська крона (за назвою «фарерська»)	50
Чорногорія*	1996	Держава	Євро (раніше нім. марка)	622

*Примітка:* таблиця не містить декількох дрібних територій із доларизацією економік: Ніуе, Токелау (NZD); о. Норфолк, Кокосові Острови (AUD), острови Піткерн (NZD/USD), Теркс і Кайкос (USD);

\* держава є членом МВФ;

\*\* карбується власна офіційна монета, але вона є рідкісною і має здебільшого лише колекційну цінність;

\*\*\* Андорра випускає андоррський дінер, що має винятково колекційну цінність.

*Джерело:* складено автором на основі даних: International Monetary Fund. World Economic Outlook Database 2017. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2017/01/weodata/index.aspx> та даних різних онлайн-довідників

Основними валютами-субститутами національної грошової одиниці є долар США (16 випадків, з них 8 – незалежні держави), євро (6 держав + Зімбабве, де євро є серед переліку офіційних валют) та австралійський долар (3 держави + 2 території + Зімбабве).

Іншим варіантом офіційної доларизації є створення бі- чи полівалютної системи, за якої національна валюта знаходиться в офіційному обігу паралельно з однією чи декількома іноземними валютами. Приклади систем офіційних паралельних валют наведені в табл. 3.4.

Ми не включили до таблиці паралельних валютних систем Зімбабве та о. Піткерн, незважаючи на декілька офіційних іноземних валют<sup>516</sup>, враховуючи відсутність національної валюти як такої, що, на нашу думку, ближче за суттю до класичної доларизації.

Як і в випадку офіційної доларизації, системи паралельних валют характерні для невеликих держав та залежних територій (сумарна чисельність

<sup>516</sup> Офіційними валютами в Зімбабве до 2017 р. вважалися долар США, євро, фунт стерлінгів, австралійський долар, ботсванська пула, індійська рупія, ранд ПАР, проте лише долар США використовується для офіційних трансакцій. На момент дослідження уряд почав емітувати національні бонди, що мають стати замінили долар США. На о. Піткерн офіційними валютами є долари США та Нової Зеландії.

населення не досягає 6 млн. осіб). Цікавими є випадки Лесото та Свaziленду, які єдині серед усіх доларизованих держав отримують доходи у вигляді сеньйоражу за використання в обігу ранда ПАР (згадані держави формують валютний союз СВЗ (Спільна валютна зона)).

Таблиця 3.4

**Незалежні держави та території із офіційними бі- та полівалютними системами**

Держава/ територія	Початок доларизації	Політичний статус	Валюти	Населення (тис. осіб)
Багамські Острови*	1966	Держава	Багамський долар, Долар США (де-факто, частково де-юре)	378
Бермудські Острови	1970	Територія	Бермудський долар, Долар США	64
Бруней Даруссалам *	1967	Держава	Брунейський долар, Сінгапурський долар	417
Бутан*	1974	Держава	Бутанський нгултрум, Індійська рупія	791
Лесото*	1974	Держава	Лоті, Ранд ПАР	2 233
Територіальні та коронні володіння Великої Британії: Гібралтар, о- ви Гернси, Джерсі, Мен, Фолклендські Острови	різний	Території	Фунт стерлінгів, місцеві фунти**	271
Макао (Аоминь)	1977	Територія	Патака, Гонконзький долар	648
Намібія*	1993	Держава	Намібійський долар, Ранд ПАР	2 369
Сахарська Арабська Демократична Республіка	1992	Частково визнана держава	Сахарська песета**, Марокканський дирхам, Алжирський динар, Мавританська угія	503
Свaziленд*	1974	Держава	Лілангені, Ранд ПАР	1 133
Сінгапур*	1967	Держава	Сінгапурський долар, Брунейський долар (де- юре)	5 607

Примітки: \* держава є членом МВФ;

\*\* неофіційна валюта, яка не внесена до класифікатора валютних кодів ISO 4217.

Джерело: складено автором.

Враховуючи те, що валютний союз є найвищим ступенем валютної інтеграції, вважаємо за доцільне розглянути більш детально їх основні історичні прототипи.

У XIX ст. можна виділити чотири найвагоміші монетарні альянси: Німецький митний союз «Цольферайн»<sup>517</sup>, Латинський монетарний союз, Скандинавський монетарний союз та Австро-Угорський монетарний союз. Перші три з них являли собою форму міждержавних угруповань, створених з метою регламентації обміну та карбування монет. Незважаючи на те, що історично ці союзи називають «монетарними» (англ. «*monetary unions*»), більш влучно, на наш погляд, їх дефініюватимуть терміни «валютно-курсний союз» («*exchange-rate union*» за Б. Коеном<sup>518</sup>) чи «зона із спільними валютними стандартами» («*common currency-standard areas*» за М. Фландро<sup>519</sup>), враховуючи відсутність намірів щодо створення центрального суб'єкта грошово-кредитної політики<sup>520</sup>. Австро-Угорський монетарний союз відповідав цьому критерію, але не вирішеним питанням є аспект міжнародного рівня даного альянсу (формально Австро-Угорська монархія була єдиною державною структурою).

Німецький митний союз «Цольферайн» сформувався у 1834 р. на підґрунті Німецького союзу (нім. «*der Deutscher Bund*»). Останній існував із 1815 р. як федерація тридцяти п'яти незалежних держав різної форми устрою<sup>521</sup> та чотирьох незалежних міст<sup>522</sup> із вільним переміщенням робочої сили та капіталу. До складу Цольферайна входило двадцять шість держав (понад 50% населення представляло королівство Пруссія), які ввели спільні зовнішні тарифи для третіх держав<sup>523</sup>. Мапа Цольферайна наведена на рис. 3.2.

Окрім типових функцій митного союзу, угода про створення Цольферайну передбачала також приведення монетних систем держав союзу у відповідність

<sup>517</sup> Нім. «*der Zollverein*» – «митний клуб».

<sup>518</sup> Cohen B. J. *Monetary Unions*. 2018. URL: <https://eh.net/encyclopedia/monetary-unions/> (Last accessed: 18.02.2018).

<sup>519</sup> Flandreau M. *The Bank, the States, and the Market: An Austro-Hungarian Tale for Euroland, 1867-1914*. Working Paper. Oesterreichische Nationalbank (Austrian Central Bank), 2001. URL: <https://ideas.repec.org/p/onb/oenbwp/43.html>.

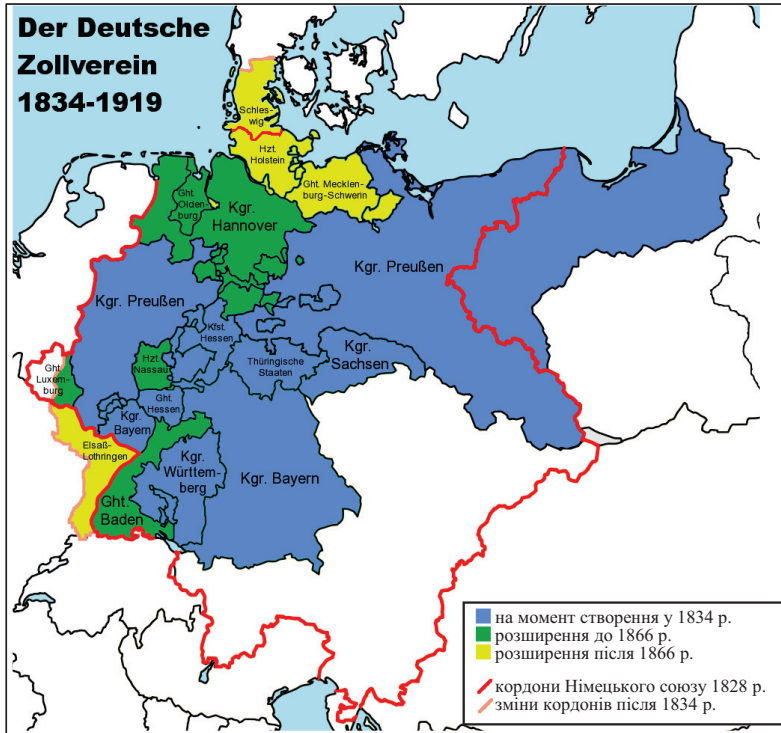
<sup>520</sup> Kenen P., Meade E. *Regional Monetary Integration*. Cambridge: Cambridge University Press, 2008. P. 82 URL: <http://econpapers.repec.org/bookchap/cupcbooks/9780521862509.htm>.

<sup>521</sup> Одна імперія (Австрійська), п'ять королівств (Баварія, Вюртемберг, Ганновер, Пруссія, Саксонія), герцогства і князівства.

<sup>522</sup> Франкфурт, Гамбург, Бремен і Любек.

<sup>523</sup> Kenen P., Meade E. *Regional Monetary Integration*. Cambridge: Cambridge University Press, 2008. URL: <http://econpapers.repec.org/bookchap/cupcbooks/9780521862509.htm>.

до єдиного стандарту. До створення альянсу пропозиція грошей держав-учасниць формувалась переважно із золотих та срібних монет із різними номіналами, металевим вмістом, вагою та сеньйоражем<sup>524, 525</sup>.



**Рис. 3.2. Мапа Німецького митного союзу «Цольферайн»**

Джерело: Deutscher Zollverein. Wikipedia. 2017. URL: [https://de.wikipedia.org/w/index.php?title=Deutscher\\_Zollverein&oldid=162581470](https://de.wikipedia.org/w/index.php?title=Deutscher_Zollverein&oldid=162581470) (Last accessed: 12.02.2017).

Після укладення низки угод в рамках Цольферайна було стандартизовано карбування срібних монет та їх сеньйораж – фактично легалізовано дві валютні зони: північну із спільною монетою –талером та південну – із гульденом<sup>526</sup>. Обіг та виготовлення золотих монет так і не були стандартизованими, а після

<sup>524</sup> Податок, що стягували держави за карбування монет, зазвичай, варіював у межах 3–6% від вартості монети. (De Vanssay X. Monetary unions: a historical perspective. Before and beyond EMU: historical lessons and future prospects. Crowley Routledge studies in the modern world economy / Ed. Patrick M. London; New York: Routledge, 2002).

<sup>525</sup> De Vanssay X. Monetary unions: a historical perspective. Before and beyond EMU: historical lessons and future prospects. Crowley Routledge studies in the modern world economy / Ed. Patrick M. London; New York: Routledge, 2002.

<sup>526</sup> Курс талера до гульдена був фіксованим на рівні 1:1,75

приєднання до союзу Австрії у 1857 р.<sup>527</sup> їх заборонили. Об'єднання німецьких земель О. фон Бісмарком у 1871-1873 рр. після перемог в Австро-пруській та Франко-пруській війнах призвело де-факто до скасування Цольферайну. За результатами грошової реформи на території новоствореної Німецької імперії в обіг вводиться золота марка<sup>528</sup>, срібні монети забороняються<sup>529</sup>, а через деякий час створюється національний центральний банк (погляди науковців розділились щодо того, чи створення німецького монетарного союзу передувало політичній уніфікації<sup>530</sup>,<sup>531</sup>, чи слідувало за нею<sup>532</sup>,<sup>533</sup>).

Латинський монетарний союз (ЛМС)<sup>534</sup> був заснований у 1865 р. і охоплював Бельгію, Італію, Францію, Швейцарію і Грецію (з 1876 р.). Проте варто зазначити, що держави-учасники ЛМС почали приймати монети одна одної як платіжний засіб починаючи, із початку 1800-х рр. Через систему одна-та двосторонніх угод до 1914 р. як асоційовані члени у ЛМС увійшли майже всі провідні тогочасні держави, крім Англії та Німеччини (рис. 3.3).

Основою ЛМС стало взаємне визнання французької системи біметалізму, яка допускала мінімальний вміст золота та срібла у монетах на рівні 90%, фіксувала вартісне співвідношення вищеназваних металів на рівні 15,5:1 та закріплювала франк як одиницю обліку. «Субсидіарні» (допоміжні) срібні монети меншого номіналу також циркулювали в обігу, але в середині 1800-х рр. Італія та Швейцарія зменшили вміст срібла в них заради зростання сеньйоражу,

<sup>527</sup> Австрія була виключена із Цольферайну у 1866 р. після поразки в Австро-пруській війні.

<sup>528</sup> Переходу до золотого монометалізму значною мірою сприяла контрибуція на суму 5 млрд. фр., отримана від Франції внаслідок її поразки у Франко-пруській війні 1870–1871 рр. Шамова І. В. Грошово-кредитні системи зарубіжних країн: навч. посібник. Київ: КНЕУ, 2001. 195 с.

<sup>529</sup> Шамова І. В. Грошово-кредитні системи зарубіжних країн: навч. посібник. Київ: КНЕУ, 2001. 195 с.

<sup>530</sup> Cohen B. J. Monetary Unions. 2018. URL: <https://eh.net/encyclopedia/monetary-unions/> (Last accessed: 18.02.2018).

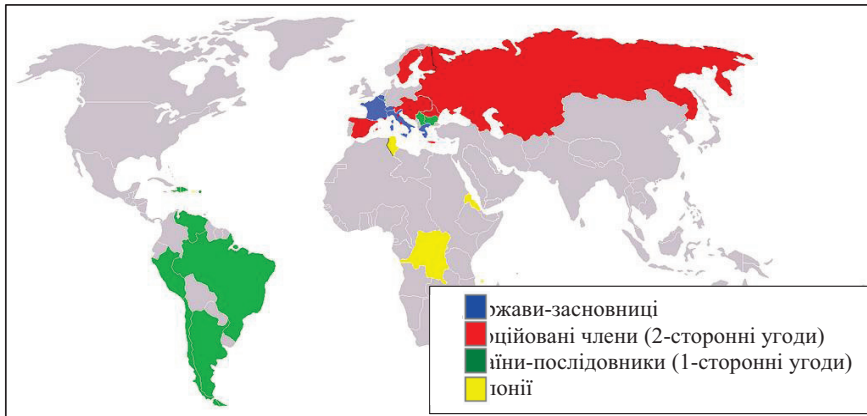
<sup>531</sup> De Vanssay X. Monetary unions: a historical perspective. Before and beyond EMU: historical lessons and future prospects. *Crowley Routledge studies in the modern world economy* / Ed. Patrick M. London; New York: Routledge, 2002.

<sup>532</sup> Flandreau M. The Bank, the States, and the Market: An Austro-Hungarian Tale for Euroland, 1867-1914. Working Paper. Oesterreichische Nationalbank (Austrian Central Bank), 2001. URL: <https://ideas.repec.org/p/onb/oenbwp/43.html>.

<sup>533</sup> Bordo M. D., Jonung L. The Future of EMU: What Does the History of Monetary Unions Tell Us? *Working Paper. National Bureau of Economic Research*. 1999. DOI: [//doi.org/10.3386/w7365](https://doi.org/10.3386/w7365).

<sup>534</sup> Фр. 'L'Union latine'.

що змусило згодом запровадити стандарти карбування монет. На початку 1870-х рр. світова ціна срібла різко впала, однак його відносний паритет до золота не був переглянутий у ЛМС<sup>535</sup>, що зумовило масове карбування нових срібних монет та плавлення недооцінених золотих монет на експорт і виведення у скарб. Зрештою вводиться заборона на карбування нових срібних монет, а ЛМС почали називати прикладом «кульгаючого золотого стандарту» (англ. «*limping gold standard*») <sup>536</sup>. Протягом Першої світової війни через зростаючі видатки держав надмірно зростає випуск «субсидіарних» монет із нижчим металевим вмістом; конвертованість припиняється у 1920 р., а ЛМС формально розпадається у 1927 р.



**Рис. 3.3. Мапа Латинського монетарного союзу, 1914 р.**

*Джерело:* Union latine (monnaie). *Wikipédia*. 2017. URL: [https://fr.wikipedia.org/w/index.php?title=Union\\_latine\\_\(monnaie\)&oldid=133414590](https://fr.wikipedia.org/w/index.php?title=Union_latine_(monnaie)&oldid=133414590) (Last accessed: 12.02.2017).

Зростання у 1960-х рр. торговельних потоків між Данією, Норвегією та Швецією привело до акумулювання значної кількості іноземних монет, які приймалися як платіжний засіб, натомість вага і номінал національних монет не були стандартизовані. Створення у 1873 р.<sup>537</sup> Скандинавського монетарного союзу (СМС) передбачало введення золотого стандарту для нової валюти – крони<sup>538</sup>. Кожна із держав-членів союзу могла карбувати необмежену кількість

<sup>535</sup> Ринкове співвідношення на той час становило 1:22.

<sup>536</sup> Kenen P., Meade E. *Regional Monetary Integration*. Cambridge: Cambridge University Press, 2008. P. 82 URL: <http://econpapers.repec.org/bookchap/cupcbooks/9780521862509.htm>.

<sup>537</sup> Норвегія приєдналась у 1875 р.

<sup>538</sup> Золотий вміст крони фіксувався на рівні 0.403 г.

золотих крон, як і субсидіарних срібних та мідних монет, а центральні банки зобов'язувались вільно обмінювати їх *at par*. На відміну від Цольферайна та ЛМС, центральні банки СМС взаємно приймали також банкноти забезпечені золотом. Цей факт підтвердив, що СМС є прикладом найбільш успішного прикладу монетарного союзу в XIX ст.<sup>539</sup>, оскільки акцепт паперових грошей мінімізує потребу в золотих трансферах, що підтримує фіксований курс. Проте в період розгортання Першої світової війни скандинавські економіки переживали складний етап і припинили конверсію банкнот у 1914 р. та визнання монети партнера офіційним платіжним засобом у 1920-х рр.<sup>540</sup>, що привело до припинення функціонування союзу.

Науковці неоднозначно характеризують формальний статус монетарного союзу, що існував у дуалістичній Австро-Угорській монархії після укладення Компромісної угоди<sup>541</sup> в 1867 р. (рис. 3.4). Суперечливим моментом є достатність рівня автономії в рамках федерації.



**Рис. 3.4. Регіони в складі Австро-Угорського монетарного союзу**

Джерело: Austria-Hungary, the Dual Monarchy. URL: <https://www.pinterest.com/pin/472878029596025731/>

<sup>539</sup> De Cecco M. European Monetary and Financial Cooperation before the First World War. *Rivista Di Storia Economica*. 1992. No 1/2. P. 55.

<sup>540</sup> Хоча згідно К. Де Вансая конвенція про створення СМС формально ніколи не була анульована (De Vanssay X. Monetary unions: a historical perspective. Before and beyond EMU: historical lessons and future prospects. *Crowley Routledge studies in the modern world economy* / Ed. Patrick M. London; New York: Routledge, 2002).

<sup>541</sup> Нім. «*Österreichisch-Ungarischen Ausgleich*» – «компромісна угода».

М. Фландро зазначає, що союз Австрійської імперії та Угорського королівства характеризувався поєднанням ознак суверенітету його членів (різні парламенти, електоральні урядові права, бюджети, фіскальні системи) та унітарних рис (спільний ринок і торговельна політика, спільна дипломатія та закордонні представники)<sup>542</sup>. Як бачимо, альянс такого типу не лише відповідає критеріям монетарного союзу, а й має також багато спільного із сучасною організацією Європейського валютного союзу.

Функціонування монетарного союзу<sup>543</sup> ознаменувалося створенням Австро-Угорського центрального банку у 1878 р.<sup>544</sup> із відділеннями в обох державах, спільною системою менеджменту, але роздільним сеньйоражем. Проведена грошова реформа поступово замінила в обігу флоріни (банкноти, срібний стандарт), ввівши крони (банкноти, золотий стандарт)<sup>545</sup>. Після запровадження золотого стандарту відбулась стабілізація вартості валюти, а монетарний союз відносно успішно функціонував до початку Першої світової війни, доки надмірні урядові витрати не спричинили його ліквідації<sup>546</sup>.

Окрім чотирьох вищеназваних монетарних союзів, у XIX ст. функціонували й інші валютні об'єднання, створення яких передувало чи які формувались після політичної уніфікації держав, тому не будуть розглянуті в даному дослідженні. Це насамперед валютні альянси регіональних структур в Італії, Швейцарії та Сполучених Штатах Америки (розглядаються в<sup>547, 548</sup>).

---

<sup>542</sup> Flandreau M. The Bank, the States, and the Market: An Austro-Hungarian Tale for Euroland, 1867-1914. Working Paper. Oesterreichische Nationalbank (Austrian Central Bank), 2001. URL: <https://ideas.repec.org/p/onb/oenbwp/43.html>.

<sup>543</sup> М. Фландро веде відлік із 1867 р. Flandreau M. The Bank, the States, and the Market: An Austro-Hungarian Tale for Euroland, 1867-1914. Working Paper. Oesterreichische Nationalbank (Austrian Central Bank), 2001. URL: <https://ideas.repec.org/p/onb/oenbwp/43.html>.

<sup>544</sup> На основі Австрійського центрального банку.

<sup>545</sup> Oesterreichische Nationalbank web-site. History of the Austro-Hungarian Bank (1878-1922), 2015. URL: <https://www.oenb.at/en/About-Us/History/1878-1922.html> (Last accessed: 19.02.2017).

<sup>546</sup> Формально Австро-угорський центральний банк припинив своє функціонування в 1922 р.

<sup>547</sup> Bordo M. D., Jonung L. The Future of EMU: What Does the History of Monetary Unions Tell Us? *Working Paper. National Bureau of Economic Research*. 1999. DOI: [//doi.org/10.3386/w7365](https://doi.org/10.3386/w7365).

<sup>548</sup> Flandreau M. The Bank, the States, and the Market: An Austro-Hungarian Tale for Euroland, 1867-1914. Working Paper. Oesterreichische Nationalbank (Austrian Central Bank), 2001. URL: <https://ideas.repec.org/p/onb/oenbwp/43.html>.



Перша світова війна стала рубежем для монетарних угруповань, заснованих на прив'язці до дорогоцінних металів. Повоєнні союзи переважно поєднували економічно малі держави із більшими партнерами і часто еволюціонували із постколоніальних відносин.

Бельгія та Люксембург у 1921 р. створили економічний союз (BLEU), який через рік став монетарним. Кожна із держав емітувала власну валюту, а з 1935 р. бельгійський франк визнається офіційним платіжним засобом у Люксембурзі, будучи повністю конвертованим із люксембурзьким франком<sup>549</sup> (хоча останній ніколи не визнавався платіжним засобом в Бельгії). Бельгійський центральний банк визначав грошово-кредитну політику союзу<sup>550</sup>. Валютний союз функціонував до 1999 р., доки обидві держави не вступили в ЄВМС<sup>551</sup>.

У 1919 р. три британські колонії – Кенія, Танганьїка та Уганда – створили Східноафриканську валютну раду (англ. «*East African Currency Board*», *EACB*), на основі якої відбулась фіксація курсу їх спільної валюти – східноафриканського шилінга до фунта стерлінгів<sup>552</sup>. У 1936 р. до союзу приєднався Занзібар. Через декілька років після здобуття незалежності (1960-х рр.), Кенія, Уганда та Танзанія<sup>553</sup> створили окремі національні центральні банки та валютні системи, а через деякий час сформували Східноафриканське співтовариство<sup>554</sup> і Спільний ринок, погодившись зафіксувати курси власних валют до стерлінга (рис. 3.5). Проте після знецінення фунта стерлінгів на межі 1960–1970-х рр. валютну раду було розформовано, а держави почали вести незалежну монетарну політику.

<sup>549</sup> Співвідношення між валютними парами змінювалось під час Другої світової війни.

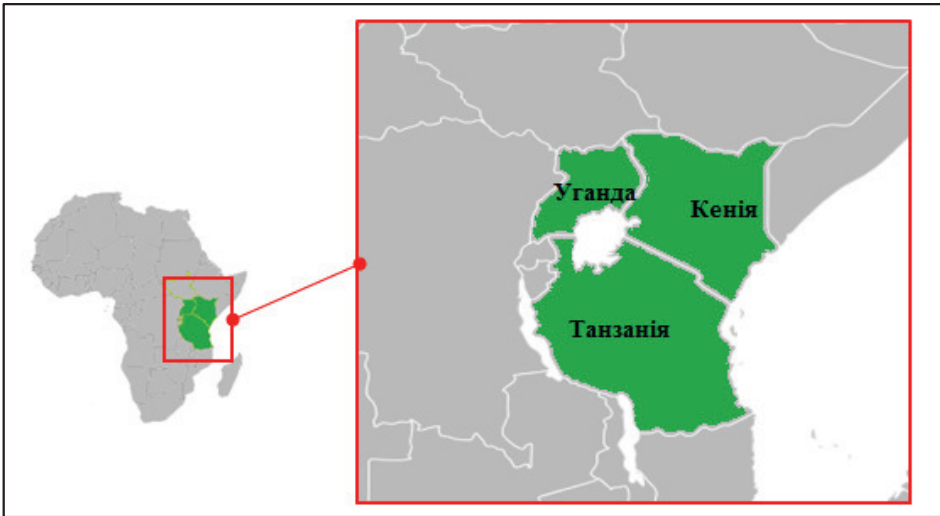
<sup>550</sup> Люксембург довготривало не мав центрального банку, створивши його лише у 1998 р. при вступі в ЄВМС, хоча монетарний інститут у країні існував із 1983 р., виконуючи функції емітента та контролера фінансових установ.

<sup>551</sup> Kenen P., Meade E. *Regional Monetary Integration*. Cambridge: Cambridge University Press, 2008. P. 82 URL: <http://econpapers.repec.org/bookchap/cupcbooks/9780521862509.htm>.

<sup>552</sup> Поточне управління валютною радою здійснювалось із Лондона. Lane P. R., Honohan P. Will the Euro trigger more monetary unions in Africa? *The World Bank*, 31 July 2000. URL: <http://documents.worldbank.org/curated/en/738021468770967407/Will-the-Euro-trigger-more-monetary-unions-in-Africa>.

<sup>553</sup> Держава утворилась від злиття Танганьїки та Занзібару в 1964 р.

<sup>554</sup> Співтовариство було відроджене як зона вільної торгівлі у 2000 р. у такому складі: Бурунді, Кенія, Руанда, Танзанія та Уганда, а в 2016 р. приєднався Південний Судан.



**Рис. 3.5. Мапа Східноафриканської валютної ради**

*Джерело:* сформовано автором

Розглянуті вище монетарні союзи припинили своє функціонування. Основні їх характеристики та віхи діяльності підсумовано в табл. 3.5. Отже, причиною розпаду монетарних союзів в більшості випадків стали політичні фактори, які виявились після державної уніфікації учасників, поглинання ширшим союзом чи воєнних дій. Б. Коен, дослідивши шість історичних союзів, теж дійшов висновку про домінування політичних факторів над економічними при розпаді монетарних союзів<sup>555</sup>. Проте В. Ніч, аналізуючи 245 пар держав, що використовували спільну валюту<sup>556</sup>, продемонстрував, що не все однозначно. Серед статистично значущих факторів розпаду він виокремив такі: значні відмінності в темпах інфляції між членами союзів, низький рівень інтрасекторної торгівлі та зміна політичного статусу<sup>557</sup>.

<sup>555</sup> Cohen B. J. Beyond EMU: The Problem of Sustainability. *Economics & Politics*. 1993. Vol. 5, No 2. P. 187–203. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1468-0343.1993.tb00074.x>.

<sup>556</sup> Досліджується період за 1948-1997 рр.

<sup>557</sup> Nitsch V. Have a Break, Have a ... National Currency: When Do Monetary Unions Fall Apart? *SSRN Scholarly Paper*. Rochester, NY: Social Science Research Network, 1 January 2004. URL: <https://papers.ssrn.com/abstract=496002>.

Таблиця 3.5

**Основні історичні та сучасні валютні союзи**

Валютний союз (його члени)	Період	К-сть валют	Наявність єдиного ЦБ	Суб'єкт монетарної політики	Валютний режим і норми	Фіскальні правила	Додаткові режими	Причини розпаду
Німецький митний союз «Цольферайн» (26 незалежних німецьких держав)	1837–1871	Декілька	Ні	Національні органи влади	Срібний стандарт	Ні	Митний союз	Політична уніфікація
Латинський монетарний союз (Бельгія, Франція, Греція, Італія, Швейцарія)	1865–1927	Декілька	Ні	Національні органи влади	Золотий та срібний стандарти	Ні	Традиційні торгові відносини	Розпад золотомонетного стандарту
Скандинавський монетарний союз (Данія, Норвегія, Швеція)	1873–1920-ті	Декілька	Ні	Національні органи влади	Золотий стандарт	Ні	Традиційні торгові відносини	Розпад золотомонетного стандарту
Австро-Угорський монетарний союз	1878–1922	Одна	Так	Банк Австро-Угорщини	Срібний стандарт до 1900 р., потім золотий, розподіл сеньйоражу	Ні	Спільний ринок, спільна торгова політика, спільні оборона та зовнішня політика	Розпад золотомонетного стандарту
Бельгійсько-Люксембурзький економічний союз, ВІЕУ	1922–1999	Декілька	Так	Бельгія	Бельгійська монетарна політика	Ні	Членство в ЄС	Приєднання до ЄВС
Східноафриканська валютна рада, ЕАСВ (Кенія, Танзанія, Уганда)	1919–1977	Декілька	Так (до 1966 р.)	Східноафриканська валютна рада до 1966 р., згодом нац. органи влади	Стерлінгова валютна рада	Ні	Спільний ринок	Незалежна монетарна політика
Спільна валютна зона, СВЗ (Лесото, ПАР, Свазіленд)	1920–сьогодні	Декілька	Ні	ПАР	Інфляційне таргетування та валютна рада до радла, розподіл сеньйоражу	Ні	Митний союз	Існуючий
Східнокарибський валютний союз, ЕССУ (Антигуа і Барбуда, Домініка, Гренада, Сент-Кітс і Невіс, Сент-Люсія, Сент-Вінсент і Гренадина)	1950–сьогодні	Одна	Так	Східнокарибський центральний банк з 1983 р.	Валютна рада до долара США, розподіл сеньйоражу	Ні	Спільний ринок, регулятивні та наглядові структури	Існуючий
Західноафриканський економічний і валютний союз, ЗАЕВС (Бенін, Буркіна-Фасо, Кот-д'Івуар, Гвінея-Бісау, Малі, Нігер, Сенегал, Того)	1945–сьогодні	Одна	Так	Банк держав Західної Африки	Фіксація курсу до французького франка, євро	Фіскальні правила із 1990-х рр.	Митний союз, консолідований банк регулювання та нагляду	Існуючий
Економічна та валютна співдружність Центральної Африки, ЕВСЦА (Камерун, ЦАР, Чад, Республіка Конго, Екваторіальна Гвінея і Габон)	1945–сьогодні	Одна	Так	Банк держав Центральної Африки з 1959 р.	Фіксація курсу до французького франка, євро	Фіскальні правила із 1990-х рр.	Митний союз, консолідований банк регулювання та нагляду	Існуючий
Європейський економічний та валютний союз (19 держав)	1999–сьогодні	Одна	Так	Європейський центральний банк	Цінова стабільність	«Пакт про стабільність і зростання», «Пакт Євро+»	Економічний союз (ЄС), банківський союз	Існуючий

Джерело: доповнено та модифіковано автором за: Kenen P., Meade E. Regional Monetary Integration. Cambridge University Press, 2008.

Перед більш детальним розглядом сучасних валютних союзів варто зауважити, що у теоретичній частині вказано на доцільність виокремлення в їх структурі окремої групи монетарних союзів, які вирізняються більшою глибиною інтеграційних процесів між їх членами. Однак на практиці доволі складно чітко розмежувати доларизацію та валютний союз, не говорячи вже про валютні / монетарні типи союзів.

На нашу думку, наразі можна виокремити 4 монетарні та 3 винятково валютні союзи (табл. 3.6). Ми не включили до таблиці валютні об'єднання із мікродержавами чи територіями-сателітами, в яких функції монетарного суб'єкта передані емітенту якірної валюти чи валюти-субститута. Тобто такі валютні альянси, як Швейцарія–Ліхтенштейн, Гонконг–Макао, Австралія–Кірібаті–Тувалу–Науру, ЄВС–Андорра–Монако–Сан–Марино, Велика Британія–коронні та територіальні володіння, Індія–Бутан–Непал, Нова Зеландія–острови Кука–Ніуе, США–Мікронезія–Маршаллові острови, ми розглядатимемо як приклади доларизації (офіційної або паралельної), а не валютних союзів, незважаючи на наявність угод про організацію спільного валютного обігу з «валютним центром».

Разом із тим, у дослідженні вважатимемо валютними союзами альянс Сінгапуру та Брунею (обидві валюти є де-юре взаємноконвертованими за фіксованим паритетом з єдиним монетарним суб'єктом, що відповідає критеріям валютного союзу) і Спільну валютну зону (СВЗ<sup>558</sup>) на основі ранда ПАР (фіксований паритет, єдиний монетарний суб'єкт; одностороння конвертованість компенсується тісною економічною інтеграцією членів об'єднання – між державами утворено митний союз<sup>559</sup>).

<sup>558</sup> Для даного інтеграційного угруповання застосовують також аббревіатуру ММА (*Multilateral Monetary Area*), тобто Багатостороння валютна зона.

<sup>559</sup> До даного митного союзу входить також Ботсвана, яка проводить власну монетарну політику, проте частка ранда становить 60–70% валютного композиту, до якого здійснюється прив'язка ботсванської пули. Wang J.-Y., Masha I., Harris L. S., Shirono K. The Common Monetary Area in Southern Africa; Shocks, Adjustment, and Policy Challenges. IMF Working Papers. *International Monetary Fund*, 1 July 2007. URL: <https://ideas.repec.org/p/imf/imfwpa/07-158.html>.

Таблиця 3.6

## Характеристики сучасних валютних і монетарних союзів

Назва союзу	Члени	Рік створення	Валюти (к-сть)	Монетарний суб'єкт	Населення (тис.)
<b>ВАЛЮТНІ СОЮЗИ</b>					
Валютний союз Брунею та Сінгапуру, MUBS	Сінгапур, Бруней Даруссалам	1967	(2) Сінгапурський і брунейський долари	Валютне управління Сінгапуру, (власне валютне управління є і в Брунею)	5 137
Спільна валютна зона, ЗВЗ	Лесото, ПАР, Свазіленд, Намібія	1974	(4) Ранд, лоті, лілангені, наміб. долар	ПАР, ЦБ-ки є в усіх членах	52 925
Зона французького тихоокеанського франка, CFP чи КФП	Французька Полінезія*, Нова Каледонія*, Волліс і Футуна*	1945	(1) Франк КФП	Емісійний інститут заморських територій Франції	553
<b>МОНЕТАРНІ СОЮЗИ</b>					
Східно-карибський валютний союз, СКВС	Антигуа і Барбуда, Домініка, Гренада, Сент-Кітс і Невіс, Сент-Люсія, Сент-Вінсент і Гренадини, Ангілья*, Монтсеррат*	1965	(1) Східнокарибський долар	Східнокарибський центральний банк з 1983 р.	625
Західно-африканський економічний і валютний союз, ЗАЕВС	Бенін, Буркіна-Фасо, Кот-д'Івуар, Гвінея-Бісау, Малі, Нігер, Сенегал, Того	1945	(1) Західно-африканський франк КФА	Банк держав Західної Африки	118 582
Економічна та валютна співдружність Центральної Африки, ЕВЦА	Камерун, ЦАР, Чад, Республіка Конго, Екваторіальна Гвінея, Габон	1945	(1) Центрально-африканський франк КФА	Банк держав Центральної Африки з 1959 р.	51 541
Європейський економічний та валютний союз, ЄЕВС	Австрія, Бельгія, Греція, Естонія, Ірландія, Іспанія, Італія, Кіпр, Латвія, Литва, Люксембург, Мальта, Нідерланди, Німеччина, Португалія, Словаччина, Словенія, Фінляндія, Франція	1999	(1) Євро	Європейський центральний банк	328 655

Примітка: \*залежні території.

Джерело: сформовано автором.

Ми включили до групи валютних союзів також Зону французького тихоокеанського франка (надалі – Зона франка КФП; фр. «*Change Franc Pacifique*»<sup>560</sup>), оскільки де-юре її членів об'єднують спільна валюта (причому

<sup>560</sup> Історично першим значенням абревіатури КФП було фр. «*Colonies Françaises du Pacifique*» (Тихоокеанські колонії Франції), а пізніше фр. «*Communauté Financière du Pacifique*» («Тихоокеанська фінансова спільнота»).

відмінна від Франції, що виключає можливість класифікувати альянс як приклад доларизації) і спільний монетарний суб'єкт. Враховуючи те, що всі члени Зони франка КФП є залежними територіями Франції і саме Банк Франції де-факто визначає монетарну політику об'єднання, мабуть, більш правильно було б класифікувати Зону франка КФП як особливий підвид валютної зони (таксономія регіональних валютних інтеграційних об'єднань представлена в табл. 1.8).

Огляд існуючих монетарних альянсів розпочнемо із держав на півдні Африки, де певні форми валютної інтеграції спостерігались ще в 1920-х рр. (процес створення детальніше описується в дослідженні<sup>561</sup>). Спершу Ботсвана, Лесото, Намібія<sup>562</sup> та Свазіленд починають використовувати фунт Південно-Африканської Республіки (пізніша назва валюти – «ранд») як єдиний платіжний засіб. Така «доларизація» сприяла розвитку торговельних відносин між державами, однак не давала сателітам ПАР жодного впливу на монетарну політику чи доходів від сеньйоражу. У 1974 р. у результаті підписання угоди між Лесото, ПАР, Свазілендом (а також неформально Намібією<sup>563</sup>), був утворений союз, який сьогодні має назву «Спільна валютна зона» (англ. «*Common Monetary Area*», *СМА*<sup>564</sup>). Намібія вийшла із СВЗ у 1993 р. після введення національної валюти – намібійського долара, який, проте, жорстко прив'язаний до ранда (рис. 3.6).

На даний момент кожен член СВЗ має свій незалежний центральний банк, свою валюту (лоті в Лесото<sup>565</sup> і лілангені в Свазіленді), фіксовану до ранда, та частку в доході від сеньйоражу у випадку використання ранда (Лесото). Монетарну політику союзу визначає Південно-Африканський резервний банк. Водночас у регіоні функціонує Південно-Африканський митний союз<sup>566</sup>, куди, крім членів СВЗ, входять також Намібія та Ботсвана.

<sup>561</sup> Van Zyl L. South Africa's experience of regional currency areas and the use of foreign currencies. BIS Papers chapters. *Bank for International Settlements*, 2003. URL: <http://econpapers.repec.org/bookchap/bisbisbpc/17-13.htm>.

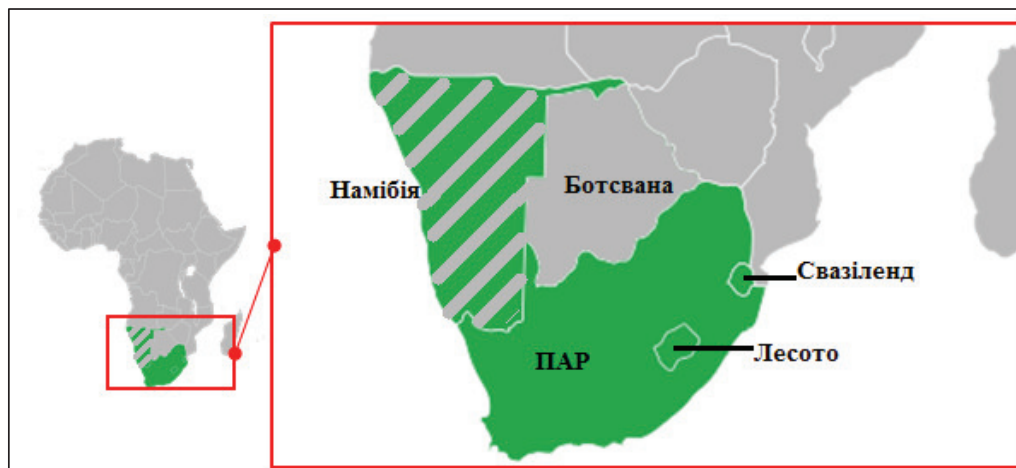
<sup>562</sup> До 1990 р. офіційною назвою була Південно-Західна Африка, а країна знаходилась під окупацією ПАР.

<sup>563</sup> Намібія не підписувала угоду до 1992 р.

<sup>564</sup> У 1974–1986 рр. використовувалась назва «Валютна зона ранда» (англ. «*Rand Monetary Area*»).

<sup>565</sup> В Лесото паралельно офіційно використовується ранд

<sup>566</sup> Його витоки датуються ще 1910 р.



**Рис. 3.6. Держави-члени Єдиної валютної зони (СМА)**

Джерело: сформувано автором.

Історія створення валютного союзу в Карибському регіоні нараховує понад 65 років (детальніше перебіг інтеграційних процесів у регіоні розкрито в праці<sup>567</sup>). У 1950 р. колонії Великої Британії на східних Карибах створили Валютну раду Британських Карибів (англ. «*British Caribbean Currency Board*», *BCCB*), яка стала емітентом вест-індійського долара, що був прив'язаний до фунта стерлінгів у співвідношенні 4,8:1. У 1965 р.<sup>568</sup> на зміну Раді створили Східнокарибське валютне управління (англ. «*Eastern Caribbean Currency Authority*», *ECCA*) із східнокарибським долларом в якості спільної валюти, що також фіксувалась до фунта стерлінгів за незмінним паритетом<sup>569</sup>. На відміну від попереднього інституту, вимоги до резервування депозитів знизились із 100% до 70%. У середині 1970-х рр. змінилась якірна валюта (нею став доллар США із паритетом 2,7:1, який зберігся донині), а норма резервування депозитів зменшилась до 60%<sup>570</sup>.

<sup>567</sup> Van Beek F. и др. The Eastern Caribbean Currency Union; Institutions, Performance, and Policy Issues. IMF Occasional Paper. *International Monetary Fund*, 2000. URL: <https://ideas.repec.org/p/imf/imfocp/195.html>.

<sup>568</sup> За іншими даними, в 1961 р. Kenen P., Meade E. Regional Monetary Integration. Cambridge: Cambridge University Press, 2008. P. 82 URL: <http://econpapers.repec.org/bookchap/cupcbooks/9780521862509.htm>.

<sup>569</sup> Eastern Caribbean Central Bank web-site. About us. URL: <http://www.eccb-centralbank.org/About/index.asp> (Last accessed: 20.02.2017).

<sup>570</sup> Хоча де-факто резервування підтримувалось на рівні 95%. Van Beek F. et al. The Eastern Caribbean Currency Union; Institutions, Performance, and Policy Issues. *IMF Occasional Paper*. International Monetary Fund, 2000. URL: <https://ideas.repec.org/p/imf/imfocp/195.html>.

У 1983 р. замість ЕССА створюється Східнокарибський центральний банк (англ. «*Eastern Caribbean Central Bank*», *ECCB*) з головним відділом на о. Сент-Кітс, а інтеграційне об'єднання стали називати Східнокарибським валютним союзом (СКВС; англ. «*Eastern Caribbean Currency Union*», *ECCU*). Перелік його учасників з часом змінювався і за станом на сьогодні включає шість незалежних держав (Антигуа і Барбуда, Домініка, Гренада, Сент-Кітс і Невіс, Сент-Люсія, Сент-Вінсент і Гренадини) та дві заморські території Великої Британії (Ангілья та Монсеррат) (рис. 3.7).



**Рис. 3.7. Мапа членів Східнокарибського валютного союзу**

*Джерело:* East Caribbean dollar. Wikipedia. URL: [https://en.wikipedia.org/w/index.php?title=East\\_Caribbean\\_dollar&oldid=759398185](https://en.wikipedia.org/w/index.php?title=East_Caribbean_dollar&oldid=759398185) (Last accessed: 10.01.2017).

Членство в СКВС передбачає розподіл доходів від сеньйоражу пропорційно до частки держави у використанні валюти, участь у багатосторонній системі клірингу та міжбанківських платежів, залучення до регулятивної та наглядової системи. Держави СКВС також є ядром низки інших інтеграційних блоків, зокрема економічного союзу Організації Східнокарибських держав (англ. «*Organisation of Eastern Caribbean States*», *OECS*)<sup>571</sup>, спільного ринку Карибської співдружності (КАРІКОМ; англ.

<sup>571</sup> СКВС + Британські Віргінські Острови, де в обігу перебуває долар США.



«*Caribbean Community*», *CARICOM*)<sup>572</sup> та Асоціації Карибських держав (англ. «*Association of Caribbean States*», *ACS*)<sup>573</sup>.

Серед держав центральної та західної частин Африки в 1945 р. створено два окремих валютних союзи, які часто колективно називають Зоною франка КФА (фр. «*franc CFA*») <sup>574,575</sup> (історію створення та розвиток обох союзів детально досліджують П. Мейсон та К. Паттілло<sup>576</sup>).

Перший альянс – Західноафриканський економічний і валютний союз (ЗАЕВС; фр. «*Union Économique et Monétaire Ouest Africaine*», *UEMOA*) – об'єднує 8 держав: Бенін, Буркіна-Фасо, Гвінея-Бісау, Кот-д'Івуар, Малі, Нігер, Сенегал, Того<sup>577</sup>.

Інше об'єднання – Економічна та валютна співдружність Центральної Африки (ЕВСЦА; фр. «*Communauté Économique et Monétaire de l'Afrique Centrale*», *CEMAC*) – охоплює 6 держав: Камерун, ЦАР, Чад, Республіка Конго, Екваторіальна Гвінея і Габон<sup>578</sup> (рис. 3.8).

Обидва союзи функціонують окремо, але загалом ідентично. Їх центральні банки<sup>579</sup> були засновані лише в 1959 р. До цього ж часу протягом десятиліття держави не мали власних монетарних інститутів, а право емісії делегувалось приватним банкам (із 1955 р. були створені монетарні установи під контролем уряду Франції, які мали емісійні привілеї до 1959 р.). Валюти

<sup>572</sup> 15 членів, 5 асоційованих та 8 спостерігачів.

<sup>573</sup> 25 членів, 12 асоційованих та 23 спостерігача (в т. ч. Україна). Монсеррат не входить в Асоціацію Карибських держав.

<sup>574</sup> Тлумачення абревіатури *CFA* змінювалось з часом: 1945–1958 рр. – «*Colonies françaises d'Afrique*» («французькі африканські колонії»); 1958–1960 рр. – «*Communauté française d'Afrique*» («французька африканська співдружність»). Після отримання незалежності в 1960 р. існує дві офіційних розшифровки: «*Communauté financière d'Afrique*» («Африканський фінансовий союз» для західноафриканського франка) і «*Coopération financière en Afrique centrale*» («Фінансове співробітництво в Центральній Африці» для центральноафриканського франка).

<sup>575</sup> Технічно до Зони франка КФА також входять Коморські Острови, які, проте, мають свою валюту (коморський франк), прирівняну до франка КФА, та свій центральний банк. У минулому до зони КФА також входили Гвінея, Мавританія, Мадагаскар та деякі французькі заморські території (Сен-П'єр і Мікелон, Реюньйон, Майотта).

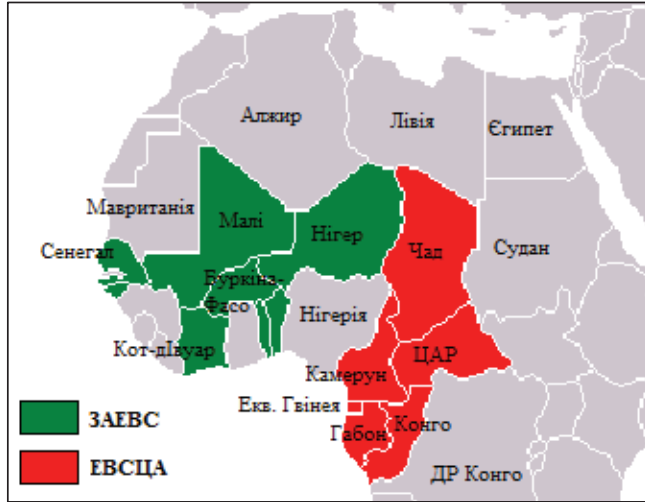
<sup>576</sup> Masson P. R., Pattillo C. *The Monetary Geography of Africa*. Brookings Institution Press, 2004. 248 p.

<sup>577</sup> Сім країн – колишні французькі колонії, а Гвінея-Бісау – португальська.

<sup>578</sup> П'ять країн – колишні французькі колонії, а Екваторіальна Гвінея – іспанська.

<sup>579</sup> Центральний банк західноафриканських держав (фр. «*Banque Centrale des États de l'Afrique de l'Ouest*», *BCEAO*) в м. Дакар (Сенегал) та Банк держав Центральної Африки (фр. «*Banque des États de l'Afrique Centrale*», *BEAC*) в м. Яунде (Камерун).

західноафриканський і центральноафриканський франки КФА<sup>580</sup> еквівалентні за вартістю, однак не визнаються легальними платіжними засобами поза межами союзу-емітента (хоча на практиці прийнята їх взаємозамінність). До 1999 р. курс франка КФА був фіксований до курсу французького франка, тепер – до євро<sup>581</sup>.



**Рис. 3.8. Валютні союзи Зони КФА**

*Джерело:* сформовано автором.

Операційний механізм у державах Зони франка КФА значною мірою відрізняється від систем, які беруть витоки із британських колоніальних валютних рад. Так, валютні союзи на основі франка КФА, на відміну від колишніх колоній Великої Британії в Східній Африці, не припинили зв'язків із Францією після отримання політичної незалежності в 1960-х рр. Обидва центральні банки ведуть операційні рахунки із Французьким казначейством, в якому зберігаються іноземні резерви членів альянсів. Крім того, конвертованість франків КФА забезпечується через механізм овердрафту за операційними рахунками – Французьке казначейство стежить, щоб на рахунках знаходилося не менш як 65% від загальних резервів союзів, щоб резерви не були нижчими, ніж

<sup>580</sup> Їх валютні коди XOF та XAF відповідно.

<sup>581</sup> Початковий паритет у 1948 р. був 1 франк КФА до 2 французьких франків; з 1960 р., після введення нового французького франка, співвідношення змінилось до 50 франків КФА за 1 французький франк і підтримувалось незмінним до девальвації франка КФА в 1994 р., коли співвідношення стало 100:1. Після введення євро паритет був трансформований відповідно до курсу конверсії французького франка і сьогодні становить 655,957 франка КФА за 1 євро.

20% від усіх безстрокових зобов'язань держав, а баланс операцій за рахунками був позитивним.

Регіон КФА пов'язаний із Францією не лише через банківську систему, а й через інструменти політики нагляду, торгівельних відносин, фінансової допомоги та військової підтримки. Представники Франції беруть участь у заходах монетарної політики ЗАЕВС та ЕВСЦА<sup>582</sup> і встановлюють ліміти на позики центральних банків урядам держав-членів союзу. Рівень внутрірегіональної торгівлі держав Зони франка КФА незрівнянно низький порівняно з іншими валютними союзами<sup>583, 584</sup>; частка Франції в зовнішньоторговельній структурі є значною, але переважно не перевищує 40% від обсягу зовнішньоторговельного обороту. Звичайно, такий високий рівень взаємозв'язків із Францією підвищує потенційні втрати від виходу із монетарних союзів, що робить їх стійкішими.

Найбільш наглядним прикладом монетарного об'єднання є Європейський економічний і валютний союз, ЄЕВС<sup>585</sup> (англ. «*Economic and Monetary Union*», *EMU*), перші офіційні кроки до якого відбувались у 1960-х рр. (табл. 3.7). У 1962 р. Комісія ухвалила так званий Меморандум Марджоліна, що може вважатися формальним стартом монетарної інтеграції в Європі. Цей Меморандум Марджоліна став приводом для дискусії про введення спільної валюти, а також передбачав запровадження низки заходів для монетарної співпраці.

Курси валют держав-членів Європейської економічної спільноти (ЄЕС) ніколи не були прямо фіксованими, незважаючи на їхню прив'язку до долара

---

<sup>582</sup> Франції належить 2 (із 16) та 3 (із 13) місць у радах управителів центральних банків ЗАЕВС і ЕВСЦА відповідно.

<sup>583</sup> Lane P. R., Honohan P. Will the Euro trigger more monetary unions in Africa? *The World Bank*, 31 July 2000. URL: <http://documents.worldbank.org/curated/en/738021468770967407/Will-the-Euro-trigger-more-monetary-unions-in-Africa>.

<sup>584</sup> Masson P. R., Pattillo C. *The Monetary Geography of Africa*. Brookings Institution Press, 2004. 248 p.

<sup>585</sup> У вітчизняній науковій літературі зустрічаються кілька прикладів адаптації назви союзу: Європейський валютний союз (ЄВС), Європейський валютно-економічний союз (ЄВЕС), Економічний і монетарний союз ЄС (ЕМС ЄС). У дослідженні використовуватиметься абревіатура ЄЕВС для уникнення незрозумілостей при одночасному застосуванні терміна «Європейська валютна система» (ЄВС).

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.

Таблиця 3.7

### Генезис європейської монетарної інтеграції

1958	Формування Монетарного комітету
1962	Пропозиція створення економічного та валютного союзу членів Європейської економічної спільноти (ЄЕС) вперше сформульована у так званому Меморандумі Марджоліна
1964	Створення комітету для інституалізації співпраці центральних банків держав ЄЕС
1970	У Звіті Вернера окреслено план створення економічного та монетарного союзу до 1980 р.
1972	Запровадження «валютної змії» флуктуації валютних курсів учасників ЄЕС
1973	Створено Європейський фонд монетарної співпраці з метою регулювання «валютної змії»
1974	Рада ECOFIN прийняла рішення про прискорення конвергенції економічних політик
1979	Створено Європейську монетарну систему
1988	Європейська комісія доручає комітету експертів під керівництвом Ж. Делора (Комітету Делора) розробити пропозиції щодо запровадження Європейського економічного та валютного союзу (ЄЕВС)
1989	Європейська рада погоджує проект реалізації ЄЕВС упродовж трьох етапів
1990	Старт першого етапу ЄЕВС в липні
1993	Вступає в силу Договір про Європейський Союз (Маастрихтський договір)
1994	Початок другого етапу ЄЕВС і створення Європейського монетарного інституту
1997	Європейська Комісія погоджує Пакт про стабільність та зростання
1998	Бельгія, Німеччина, Іспанія, Франція, Ірландія, Італія, Люксембург, Нідерланди, Австрія, Португалія та Фінляндія погоджуються виконати необхідні заходи щодо запровадження євро як спільної валюти; призначені члени виконавчої ради ЄЦБ
1998	ЄЦБ та ЄСЦБ (Європейська система центральних банків)
1998	ЄЦБ оголошує стратегію та оперативні інструменти спільної монетарної політики, яку будуть впроваджувати із 1 січня 1999 р.
1999	Старт Третього етапу ЄЕВС; євро введено в обіг; курс конверсії зафіксовано безповоротно; запроваджується спільна монетарна політика в зоні євро
2001	Греція приєднується до зони євро
2004	Центральні банки десяти нових членів ЄС приєдналися до ЄСЦБ
2007	Словенія приєдналась до зони євро
2008.	Кіпр та Мальта приєдналась до зони євро, а Болгарія та Румунія вступили в ЄС та ЄСЦБ
2009	Словаччина приєдналась до зони євро
2011	Естонія приєдналась до зони євро
2014	Латвія приєдналась до зони євро
2015	Литва приєдналась до зони євро

*Джерело:* доповнено автором за: Лизун М. В. Теорія оптимальних валютних зон як концептуальна основа регіональних валютних угруповань. *Журнал європейської економіки*. 2016. №3. С. 312–34; Mongelli F. P. European Economic and Monetary Integration, and the Optimum Currency Area Theory. *European Economy. Economic Papers*. 2008. No. 302. URL: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/pages/publication12081\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication12081_en.pdf).

Згідно з умовами Меморандуму Марджоліна в 1964 р. був створений Комітет управителів із представників національних центральних банків держав ЄЕС. Впродовж тривалого періоду діяльності важливість Комітету для розробки та впровадження заходів монетарної співпраці поступово зростала. Саме ним

було підготовлено перший варіант Статуту Європейського центрального банку у 1990 р.

До кінця 1960-х рр. міжнародне середовище зазнало значних змін, спричинених стійким дефіцитом поточного рахунка платіжного балансу США та появою інфляційного тиску, що підсилювався першим «нафтовим шоком». Бреттон-Вудська система зазнала краху у 1971 р., а до того серед держав 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 та валютного союзу впродовж декількох етапів до 1980-го 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 держав ЄЕС<sup>586</sup>.

З часом монетарна співпраця ставали щораз 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 держав. Однак нестача фіскальної конвергенції залишається джерелом протистоянь, адже в деяких державах спостерігається значний дефіцит бюджету.

Європейська валютна система (ЄВС) проіснувала із 1979 р. до введення євро у 1999 р. Курс валют базувался на ЕКЮ<sup>587</sup>, вартість якого визначалась як

---

<sup>586</sup> Країни-члени МВФ згідно із 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 вузких 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 змій (Німеччина, Данія та країни Бенілюксу), решта ж відмовились від нього раніше.

<sup>587</sup> З англ. *European Currency Unit*

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 ЄВС. Протягом цього періоду можна виокремити чотири основні фази та кілька періодів турбуленцій.

Перша фаза тривала із 1979 по 1985 р. і визначалась все ще наявністю контролю ринку капіталів на місцях та значними відмінностями у рівнях інфляції, бюджетного дефіциту та державного боргу між державами. Номінальна конвергенція так і не була досягнута. Через фіксовані курси валют виникали тривалі дисбаланси, котрі вимагали частих уточнень офіційних паритетів<sup>588</sup>, що періодично викликало запитання доцільності введення Європейського механізму регулювання валютних курсів (ERM).

Друга фаза тривала із 1986 по 1991 р. Протягом цього періоду деякі (але не всі) члени ЄВС зуміли «вгамувати» інфляційні процеси та довести їх до рівня Німеччини (взагалі протягом цього періоду ЄВС часто називали Зоною німецької марки). Кількість уточнень паритетів валют знизилась<sup>589</sup>, 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. 3.9).

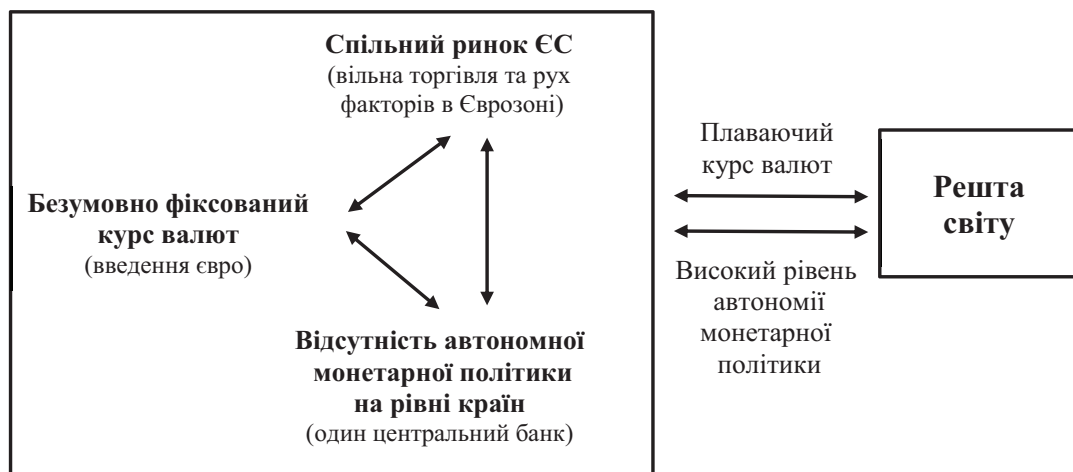
Третя фаза ЄВС тривала від вересня 1992 р. по березень 1993 р. та ознаменувалась чи не найбільшою кризою усього механізму ЄВС. Дисбаланс паритетів продовжував зростати (хоча й меншою мірою, ніж у минулому) через неспроможність деяких держав «вгамувати» інфляцію. Надто жорстка політика Бундесбанку, під час голосування на референдумі в Данії проти Маастрихтського договору та переоцінка деяких валют, які призвели до численних спекулятивних атак, майже знищили ЄВС. Велика Британія та Італія

<sup>588</sup> Загалом протягом першої фази відбулось дев'ять уточнень паритетів.

<sup>589</sup> Три уточнення до 1987 р.

змушені були залишити ERM (Італія повернулась у 1996 р.), а його межі флюктуації розширили від  $\pm 2,25$  до  $\pm 15\%$ .

### Європейський союз / ЄЕВС



**Рис. 3.9. Європейський спосіб подолання «неможливої трійці»**

*Джерело:* Mongelli F. P. European Economic and Monetary Integration, and the Optimum Currency Area Theory. *European Economy. Economic Papers*. 2008. No. 302. URL: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/pages/publication12081\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication12081_en.pdf).

Четверта фаза тривала до запуску євро, дозволивши принципам фіксованих курсів валют продовжити функціонування (хоч і на значно м'якших умовах). 11 держав ЄЕС безповоротно зафіксували курси своїх валют для переходу на євро. У січні 1999 р. був запроваджений ERM II<sup>590</sup>, який передбачав скасування кошика ЕКЮ та введення євро як валюти-якоря.

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

Сьогодні, крім держав ЕЕВС, євро також використовується 6-ма державами поза межами ЄС та 4-ма заморськими територіями держав ЄС. Курси

<sup>590</sup> Валютам дозволялось коливатись у межах  $\pm 15\%$  щодо курсу євро. Країна повинна принаймні протягом двох років входити до режиму ERM II для вступу в євризону.

валют 22 держав 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 ЄЄВС – боргова криза, якої зазнали Ірландія, Португалія і, особливо, Греція; ефект Брекзіт – ці та інші події дають підстави євроскептикам говорити про колапс усієї системи євроінтеграції. Незважаючи на це, продовжують здійснюватись спроби реформувати архітектуру ЄЄВС (перший етап реформ завершився у 2015 р., другий етап – так званий «Звіт п'яти президентів» – запланований на період 2015–2025 рр.). Новітні віхи розвитку ЄЄВС детальніше розглядатимуться в наступних параграфах.

Отже, із наведеного переліку семи сучасних валютних союзів (див. табл. 3.6) можна зробити висновок, що до них наразі належать 45 держав та 5 територій із сумарним населенням понад 558 млн. осіб. Найчисельнішим за складом та населенням є Європейський економічний та валютний союз. Більшість (5) із існуючих валютних союзів використовує єдину спільну грошову одиницю, проте СВЗ та Валютний союз Брунею і Сінгапуру (MUBS) зберегли національні валюти своїх членів, однак із жорсткою прив'язкою до якірної валюти домінуючого учасника за співвідношенням 1:1 (в СВЗ національні валюти є офіційними платіжними засобами винятково в межах держав-емітентів<sup>591</sup> і лише ранд ПАР абсолютно конвертований на території усіх членів; долари Сінгапуру та Брунею – це офіційні взаємні платіжні засоби).

Сучасні валютні союзи використовують різні режими валютних курсів щодо третіх країн. Так, ЄЄВС та СВЗ (а де-факто ПАР) застосовують незалежне плавання, сінгапурський долар «м'яко» прив'язується до валютного кошика основних торговельних партнерів, франки КФА (як західний, так і центральний)

---

<sup>591</sup> Хоча де-факто валюти неякірних членів СВЗ широко приймаються як засіб обігу в прикордонних територіях ПАР.



та КФП фіксовані до євро, а Східнокарибський валютний союз запровадив режим валютної ради до долара США.

Відмінною є й інституційна складова валютних союзів. ЄЕВС та Східнокарибський валютний союз створили спільні центральні банки об'єднань, у СВЗ та Валютному союзі Брунею і Сінгапуру повноваження монетарного суб'єкта виконують держави-лідери об'єднань, а в зонах КФА та КФП за формально незалежних центробанків цих альянсів значну роль відіграє Банк Франції<sup>592</sup>.

Порівняльний аналіз розглянутих вище та інших характеристик валютних союзів наводиться в табл. 3.8 (до таблиці не включена Зона франка КФП, для якої більшість аспектів міждержавних відносин є неактуальною через формальну належність до Франції).

Отже, більшість валютних союзів не обмежується винятково рамками регіональної валютної інтеграції, розширюючи гармонізацію також взаємних торговельних та фінансових відносин. Частина валютних союзів є прикладами інтенсифікації інтеграційних процесів у рамках існуючих загальноекономічних об'єднань.

Так, Європейський економічний та валютний союз інституційно є «продовженням» Європейського Союзу, Східнокарибський валютний союз (СКВС)<sup>593</sup> – Організації Східнокарибських держав (ОСКД)<sup>594</sup>. Крім того, незалежні держави-члени СКВС також входять до Карибської спільноти (КАРІКОМ) і, зокрема, є учасниками ініціативи «Карибський спільний ринок та економіка», що передбачає широку гармонізацію руху товарів, факторів виробництва та фінансових потоків.

---

<sup>592</sup> Слід зауважити, що після введення євро Франція вже не може бути повністю відповідальною за конвертацію франка КФА, не будучи її прямим емітентом. (Детальніше див.: Козюк В. В. Монетарні проблеми функціонування глобальної фінансової архітектури: монографія. Тернопіль: Видавництво Астон, 2005. с. 217-226)

<sup>593</sup> Англ. «*Eastern Caribbean Currency Union*» (ECCU) – «Східнокарибський валютний союз».

<sup>594</sup> Англ. «*Organisation of Eastern Caribbean States*» (OECES) – «Організація Східнокарибських держав».

Таблиця 3.8

## Порівняльний аналіз валютних союзів

	ЄЕВС	ЕВСЦА	ЗАЕВС	СКВС	СВЗ	ВСБС
Кількість членів	19	6	8	6+2	4	2
Єдина валюта	Так	Так	Так	Так	Ні*	Ні*
Зовнішній валютно-курсний якір	Ні	Так (євро)	Так (євро)	Так (долар США)	Ні	Так (комполіт)
Спільний центральний банк	Так	Так	Так	Так	Ні**	Ні**
Спільний фонд валютних резервів	Так	Так	Так	Так	Ні	Так
Регіональний фіскальний контроль	Так	Так	Так	Так	Ні	Ні
Зона вільної торгівлі	Так	Так (де-юре)	Так***	Так	Так	Так***
Спільний зовнішній тариф	Так	Так (де-юре)	Так***	Так***	Ні	Ні
Зовнішня конвертованість поточних рахунків	Так	Так	Так	Так	Так	Так
Рівень мобільності капіталу між членами	Високий	Низький	Низький	Низький	Високий	Високий
Співвідношення ВВП (ПКС) на душу населення між найбагатшим і найбіднішим членом (2016)	4.1	36.5	3.8	2.4	4.4	1.1
Середній ВВП на душу населення, тис. дол. США	42,5	9,2	2,0	16,1	8,8	82,6

*Примітки:* \*єдина ефективна валюта (курсний паритет між валютами членів-союзів становить 1:1);

\*\*де-факто роль монетарного суб'єкта виконує ЦБ держави-лідера союзу;

\*\*\*зовнішньоторговельна інтеграція між членами здійснюється в рамках інших об'єднань.

*Джерело:* складено автором.

Разом із тим, Економічне та валютне співтовариство країн Центральної Африки (ЕВСЦА)<sup>595</sup> (іншими словами, Зона центральноафриканського франка КФА) формально розвивається незалежно від Економічного співтовариства країн Центральної Африки (ЕКОЦАС)<sup>596</sup>, незважаючи на те, що всі члени

<sup>595</sup> Англ. «Economic and Monetary Community of Central Africa» (CEMAC) – «Економічне та валютне співтовариство країн Центральної Африки».

<sup>596</sup> Англ. «Economic Community of Central African States» (ECCAS, рідше ECOCAS) – «Економічне співтовариство країн Центральної Африки».

першого альянсу входять також до другого об'єднання. В рамках ЕВСЦА формально функціонує зона вільної торгівлі та митний союз, проте де-факто наявне завищення тарифів окремими державами за деякими товарними групами. Рух капіталу між членами ЕВСЦА здійснюється без обмежень, проте не є особливо інтенсивним.

За схожим прототипом відбувається також валютна інтеграція в західній частині африканського континенту. Західноафриканський економічний та валютний союз (ЗАЕВС чи ЮЕМОА)<sup>597</sup> функціонує паралельно з Економічним співтовариством країн Західної Африки (ЕКОВАС)<sup>598</sup>, і саме в нормативній системі ЕКОВАС здійснюються зниження та уніфікація зовнішньоторговельних тарифів між державами-членами. Варто також зазначити, що в рамках ЕКОВАС спостерігаються тенденції до створення альтернативного валютного союзу (переважно англومовного, на відміну від франкофонної Зони західноафриканського франка КФА<sup>599</sup>) за назвою «Західно-Африканська валютна зона» (ЗАВЗ) (англ. «*West African Monetary Zone*», *WAMZ*) із введенням нової спільної валюти еко.

Аналогічно до двох попередніх випадків, члени Спільної валютної зони (СВЗ)<sup>600</sup> повним складом входять до інституційно неспорідненого Південно-Африканського митного союзу (ПАМС)<sup>601</sup>, учасником якого є ще один представник зони ранда – Ботсвана. Як уже зазначалось, Ботсвана проводить власну монетарну політику, проте частка ранда ПАР становить 60–70% валютного кошика, до якого здійснюється фіксація курсу ботсванської пули.

На відміну від розглянутих вище об'єднань, найбільш інтенсивна інтеграція торговельних відносин між членами Валютного союзу Брунею і

<sup>597</sup> Англ. «*West African Economic and Monetary Union*» (*UEMOA*, рідше *WAEMU*) – «Західноафриканський економічний та валютний союз».

<sup>598</sup> Англ. «*Economic Community of West African States*» (*ECOWAS*) – «Економічне співтовариство країн Західної Африки».

<sup>599</sup> Лише Гвінея-Бісау є португаломовною країною.

<sup>600</sup> Англ. «*Common Monetary Area*» (*CMA*) – «Спільна валютна зона».

<sup>601</sup> Англ. «*Southern African Customs Union*» (*SACU*) – «Південно-Африканський митний союз».

Сінгапуру відбувається із географічно віддаленими партнерами із Транстихоокеанського стратегічного економічного партнерства (більш відомого як Р4)<sup>602</sup>, а саме Новою Зеландією та Чилі. В перспективі це об'єднання може стати альтернативою АСЕАН в Азії – до проголошеного Транстихоокеанського партнерства<sup>603</sup>, крім членів Р4, мають також ввійти Австралія, В'єтнам, Канада, Малайзія, Мексика, Перу та Японія (США вийшли із ініціативи після обрання президентом Д. Трампа).

Для кращої візуалізації на рис. 3.10 сформовані діаграми Ейлера, що демонструють інституційну взаємопричетність валютних союзів та економічних об'єднань, які є або їх ініціаторами, або паралельними угрупованнями.

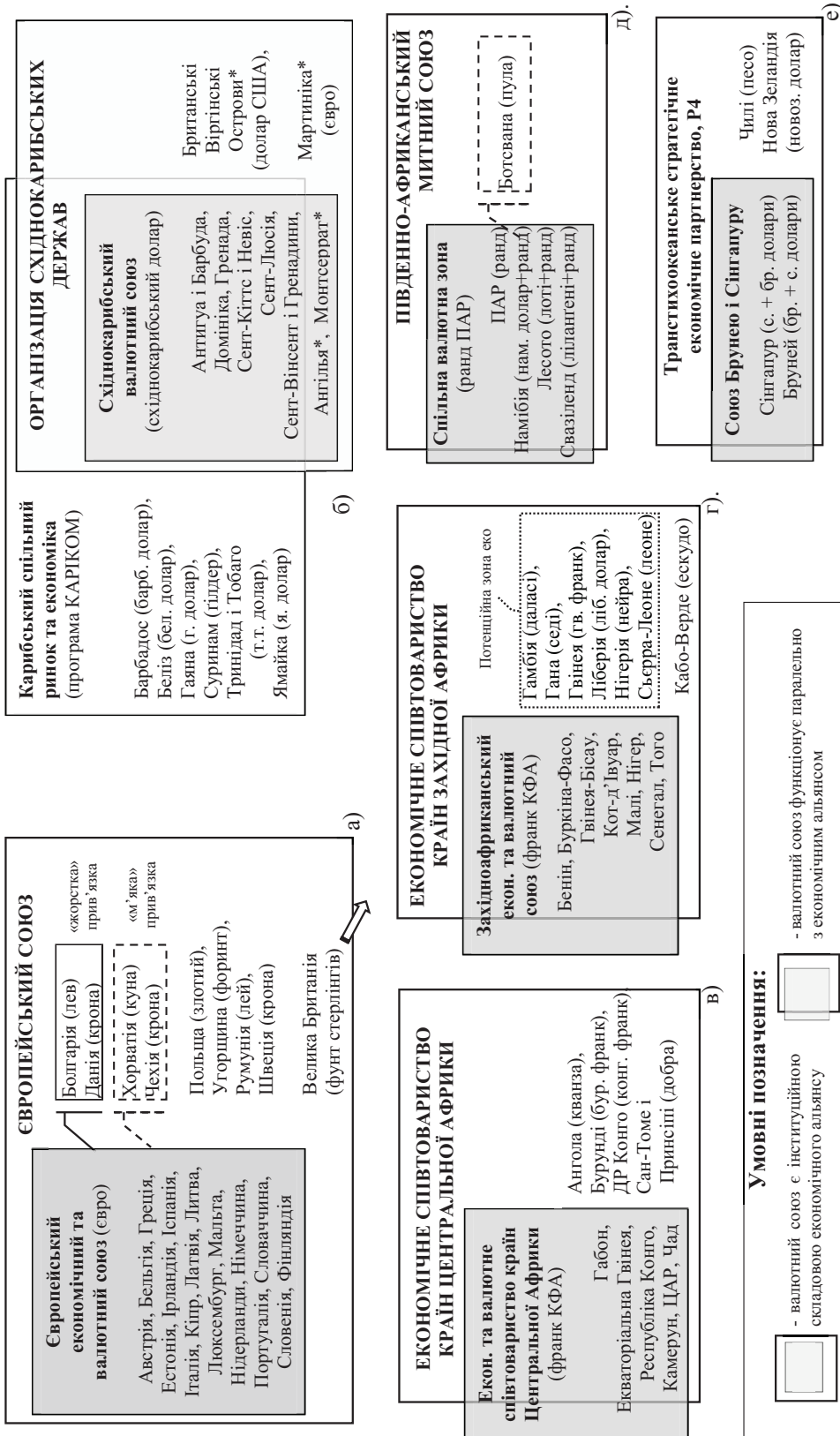
За показником середнього ВВП (ПКС) на душу населення беззаперечним лідером серед валютних союзів (та й загалом серед усіх інтеграційних угруповань світу) є Валютний союз Брунею та Сінгапуру із результатом 82,6 тис. дол. США в 2016 р. (за даними Світового банку, держави-члени об'єднання посідають 4-те та 3-тє місця у світовому рейтингу за названим індикатором<sup>604</sup>). Майже вдвічі нижчим є середній показник у ЄЕВС (42,5 тис. дол. США), що перебуває на другому місці, за яким із ще більшим відставанням слідує СКВС (16,1 тис. дол. США). Африканські союзи замикають перелік із такими результатами: 9,2 тис. у ЕВСЦА; 8,8 тис. у СВЗ; 2,0 у ЗАЕВС (для порівняння, середній ВВП на душу населення в Україні становив 8,3 тис. дол. США у 2016 р.).

ВСБС демонструє також найвищий рівень конвергенції показника ВВП на душу населення серед усіх валютних союзів (відношення ВВП на душу населення найбагатшого до найбіднішого члена об'єднання становить 1,1). Доволі однорідними за цим співвідношенням є СКВС (2,4) і ЗАЕВС (3,8).

<sup>602</sup> Англ. «*Trans-Pacific Strategic Economic Partnership Agreement*» – «Транстихоокеанське стратегічне економічне партнерство».

<sup>603</sup> Англ. «*Trans-Pacific Partnership*» – «Транстихоокеанське партнерство».

<sup>604</sup> World Bank. World Development Indicators database. GDP per Capita, PPP Current International, 2017. URL: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.PCAP.PP.CD?view=chart> (Last accessed: 02.10.2017).



**Рис. 3.10. Діаграми Ейлера для співвідношення валютних союзів та загальноєкономічних альянсів**  
Джерело: сформовано автором.

Дещо більша дивергенція характерна для ЄЕВС (4,1) за рахунок надвисокого рівня ВВП на душу населення в Люксембурзі (без нього відносний розрив зменшується до 2,6) та для СВЗ (4,4) через наднизьку результативність у Лесото, без яких відносний розрив був би майже невідчутним (1,6). Найбільший контраст (36,5) спостерігається в Зоні центральноафриканського франка КФА, куди входять Екваторіальна Гвінея (45-те місце в загальносвітовому рейтингу СБ із ВВП на душу населення, що дорівнює 25,5 тис. дол. США) та Центрально-Африканська Республіка (останнє 175-те місце із показником 699 дол. США на душу населення).

### **3.2. Оцінювання економічної ефективності регіональних валютних об'єднань**

У попередніх теоретичних частинах дослідження стверджувалась нетто-ефективність валютних інтеграційних процесів для демонстрації позитивної економічної динаміки, насамперед через досягнення цінової та фінансової стабільності, що особливо актуально для країн, що розвиваються.

Надалі проведемо емпіричну перевірку гіпотези про стабілізаційний характер процесів валютної інтеграції. Валютну інтеграцію розглядатимемо крізь призму режимів валютних курсів згідно з ранжуванням МВФ, враховуючи методологічну складність її комплексного оцінювання з допомогою інших підходів. Так, рівням валютної інтеграції / протоінтеграції відповідатимуть режими «жорсткої прив'язки» (доларизація та валютна рада); рівням валютної кооперації / взаємодії – різні режими «м'якої прив'язки», а рівню валютних контактів – плаваючі режими валютного курсу. В окрему групу виділятимуться також валютні (монетарні) союзи, які не розглядаються МВФ як специфічний валютний режим, тобто буде наявним подвійне врахування показників для деяких груп. Наприклад, дані країн-членів ЄЕВС паралельно вводитимуться до групи валютних союзів і до групи країн із плаваючим валютним курсом. Аналогічно дані СКВС дублюватимуться для валютних рад, а дані ЗАЕВС та ЕВСЦА– для групи із фіксованим курсом валют.

Як ми уже вели мову в теоретичній частині роботи, сучасні валютні ради значною мірою відрізняються від класичних валютних рад колоніального періоду і мають багато ознак, властивих типовим центральним банкам. У табл. 3.9 підсумовано основні інституційні характеристики сучасних валютних рад.

Першим етапом дослідження ефективності валютних рад буде оцінювання цінової стабільності в державах, що імплементують такий режим. Найбільш очевидним методом аналізу є зіставлення показників рівня інфляції із періодом застосування режиму валютних рад.

Таблиця 3.9

## Інституційні ознаки сучасних валютних рад

Держави	Монетарний суб'єкт	Норми покриття зобов'язань			Умови функції кредитора останньої інстанції	
		Нормативні	Де-факто, 2000 (%M0)	Де-факто, 2017 (%M0)		
Болгарія*	Болгарський національний банк	100% зобов'язань ЦБ	235,5	278	Системний ризик	
Боснія і Герцеговина*	ЦБ Боснії і Герцеговини	100% монетарних зобов'язань ЦБ	108,6	178	Заборонена	
Бруней Даруссалам*	Управління грошового обігу Брунею	70% від зобов'язань за вимогами, 30% – у ліквідних активах	н/д	350	–	
Гонконг*	Управління грошового обігу Гонконгу	100% грошової бази	373,1	783	Системний ризик	
Джибуті*	ЦБ Джибуті	100% валюти	121,3	196	–	
СКВС	Антигуа і Барбуда	Східно-карибський ЦБ	60% валюти і банківських резервів	82,4	601	–
	Гренада			95,1	405	
	Домініка			85,9	450	
	Сент-Вінсент і Гренадини*			95,0	530	
	Сент-Кітс і Невіс*			87,4	440	
	Сент-Люсія*			100,6	592	

Примітки: \* держава є членом МВФ;

Джерело: складено автором; дані за 2000 р. із: Wolf H. C., Ghosh A. R., Berger H., Gulde A.-M. *Currency Boards in Retrospect and Prospect. CESifo Book Series*. Cambridge, Mass: MIT Press, 2008. 262р. URL: <http://gen.lib.rus.ec/book/index.php?md5=8B1ABD875B8AE6DC5588A85F5A3595E7>

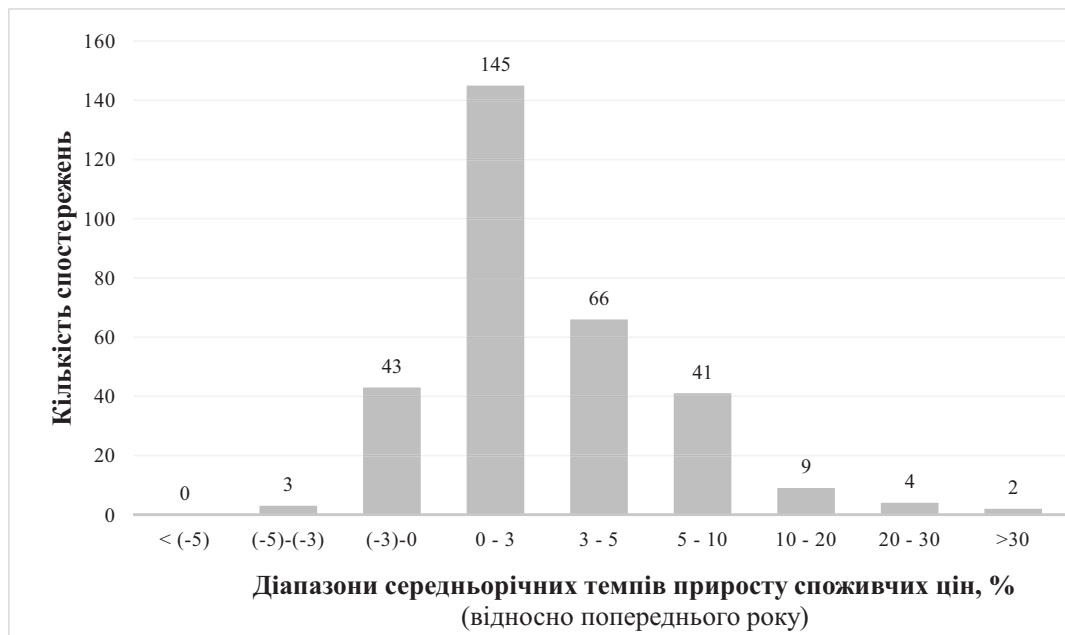
Для оцінювання цінової стабільності в державах, що імплементують режим валютної ради, ми розглянули відносний розподіл частот діапазонів інфляції протягом періоду функціонування валютних рад (рис. 3.11).

Для формування статистичної бази аналізу ми скористались даними про середньорічний темп приросту споживчих цін відносно попереднього року за період із 1991 р. по 2016 р. згідно з інформативними матеріалами МВФ (*World Economic Outlook 2017*<sup>605</sup>). Дослідження базувалось на показниках незалежних держав-членів МВФ (плюс Гонконг) протягом періоду застосування ними режиму валютної ради. Крім держав, перелік яких подано в табл. 3.2, до

<sup>605</sup> International Monetary Fund. *World Economic Outlook Database 2017*. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2017/01/weodata/index.aspx> (Last accessed: 12.09.2017).



статистичної бази були включені числові ряди із даними про інфляцію в Аргентині (впродовж 1991–2002 рр.), Естонії (1992–2010 рр.) та Литві (1994–2014 рр.), які тимчасово використовували режим валютної ради протягом звітного періоду.



**Рис. 3.11. Розподіл частот рівнів інфляції серед держав із режимом валютної ради, 1991–2016 рр.**

*Джерело:* сформовано автором на основі даних: International Monetary Fund. World Economic Outlook Database 2017. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2017/01/weodata/index.aspx> (Last accessed: 12.09.2017).

Ми не включали до дослідження Туреччину та Китай, чий валютні режими протягом певного періоду були наближеними до валютної ради, однак не вважалися нею спеціалістами МВФ. Загалом статистична вибірка містила 313 випадків для 14 держав із режимами валютних рад (Додаток А).

Підтвердилось твердження про цінову стабільність режиму валютної ради. В 298-ми випадках із загальних 313-ти (а це понад 95%, що є вищим значенням від показника доларизованих держав) інфляція / дефляція була помірною ( $\pm 10\%$  від 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 у Болгарії в 1997 р. (рік переходу до валютної ради від прив'язки курсу до ціни золота). В кризовому 2008 р. темпи інфляції помітно зросли для всіх валютних рад не залежно від якірної валюти, однак, тим не менше, практично не виходили за межі 10%. Доволі наглядним ефект стабілізації був в Аргентині, де після відмови від валютної ради інфляція перейшла від помірних до переважно галопуючих (але не особливо інтенсивних) темпів.

Переходячи до розгляду економічної ефективності режиму доларизації, варто зазначити, що більшість офіційно доларизованих держав є доволі відкритими. У переліку, наведеному в табл. 3.3 та 3.4, 21-на держава є членом МВФ, причому лише три із них не прийняли статтю VIII Угоди з МВФ, що зобов'язує держави відмовитись від контролю за поточними операціями, а натомість вони користуються перехідними положеннями статті XIV (табл. 3.10). Причому для Косово та Тувалу, які нещодавно приєднались до МВФ та не застосовують суттєвих заходів валютного контролю, прийняття статті VIII є швидше питанням часу, і лише Бутан запровадив насправді суттєві валютні обмеження. Зради справедливості зазначим, що прийняття статті VIII не завжди є запорукою відсутності валютного контролю на практиці, що й демонструють дані табл. 3.10.

Як і у випадку валютних рад, розглянемо відносний розподіл частот діапазонів інфляції серед доларизованих держав (рис. 3.12). Статистичну базу аналізу становлять часові ряди середньорічних темпів приросту споживчих цін відносно попереднього року за період із 1991 р. по 2016 р. згідно з даними МВФ (*World Economic Outlook 2017*<sup>606</sup>). З метою методологічної сумісності дослідження містить показники лише для незалежних держав-членів МВФ протягом періоду застосування ними режиму доларизації (дані про режим валютного курсу бралися із відповідних щорічних звітів МВФ). Загалом

<sup>606</sup> International Monetary Fund. World Economic Outlook Database 2017.

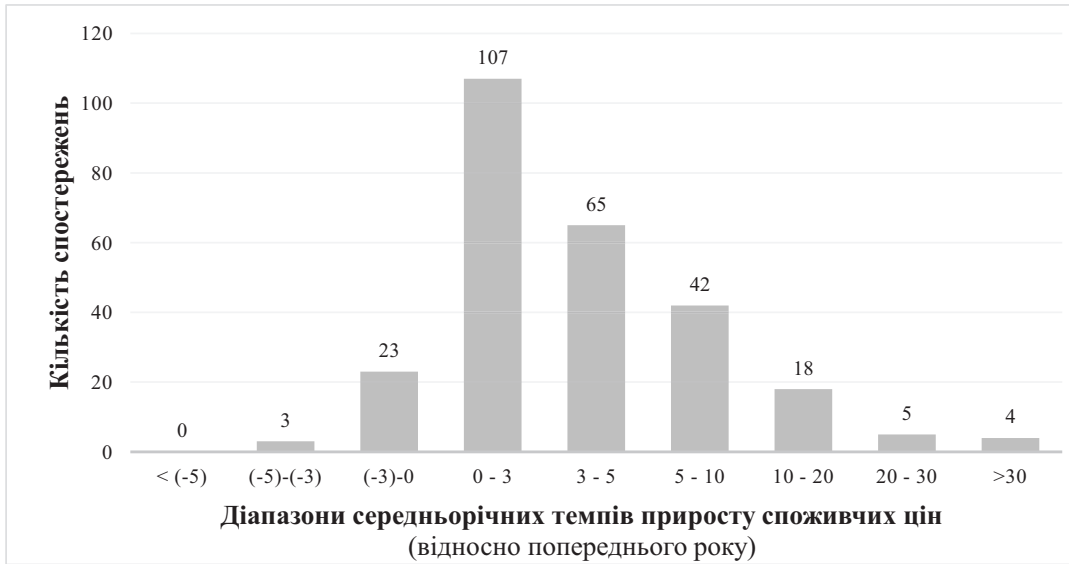
Таблиця 3.10

**Валютний контроль у офіційно доларизованих державах-членах МВФ**

Держава	Прийняття Статті VIII	Контроль балансу руху капіталів та кредитів	Контроль балансу поточних операцій
Багамські О-ви	Так	Регулювання майже всіх типів операцій з мобільності капіталу	Обов'язкова репатріація валютної виручки експортерів та конвертації її частини в національну валюту
Бруней Даруссалам	Так	Деякі обмеження щодо здійснення ПІІ, операцій з нерухомістю та ін.	Регулювання платежів поточними операціями
Бутан	Ні, стаття XIV	Вимога балансу валют при імпорті товарів та ПІІ. Регулювання майже всіх типів операцій з мобільності капіталу. Широкий спектр обмежень, несумісних із статтею VIII.	Обов'язкова репатріація валютної виручки експортерів та конвертації її частини в національну валюту. Валютні обмеження для громадян- резидентів щодо подорожей закордон, приватних переказів
Еквадор	Так	Деякі обмеження на ринках цінних паперів, деривативів, комерційних та фінансових кредитів	Обмеження відсутні
Зімбабве	Так	Регулювання всіх типів операцій з мобільності капіталу	Обов'язкова репатріація валютної виручки експортерів
Кірибаті	Так	Деякі обмеження на ринках цінних паперів, деривативів, комерційних та фінансових кредитів, нерухомості, регулювання ПІІ	Обмеження відсутні
Косово	Ні, стаття XIV	Деякі обмеження на ринках цінних паперів	Обмеження відсутні
Лесото	Так	Регулювання широкого спектра операцій з мобільності капіталу	Обов'язкова репатріація валютної виручки експортерів та конвертації її частини в національну валюту.
Маршаллові О-ви	Так	Деякі обмеження щодо ПІІ та ринку нерухомості	Обмеження відсутні
Мікронезія	Так	Деякі обмеження на ринках цінних паперів та нерухомості	Обмеження відсутні
Намібія	Так	Регулювання майже всіх типів операцій з мобільності капіталу	Обов'язкова репатріація валютної виручки експортерів та конвертації її частини в національну валюту
Науру	Так	Деякі обмеження щодо ПІІ та ринку нерухомості	Обмеження відсутні
Палау	Так	Деякі обмеження щодо ПІІ та ринку нерухомості	Регулювання платежів поточними операціями
Панама	Так	Обмеження відсутні	Обмеження відсутні
Сальвадор	Так	Деякі обмеження на ринках цінних паперів, деривативів ПІІ	Обмеження відсутні
Сан- Марино	Так	Деякі обмеження на ринках цінних паперів, деривативів, комерційних та фінансових кредитів, нерухомості	Обмеження відсутні
Свазіленд	Так	Регулювання широкого спектра операцій з мобільності капіталу	Обов'язкова репатріація валютної виручки експортерів та конвертації її частини в національну валюту
Сінгапур	Так	Деякі обмеження на ринках нерухомості та фінансових кредитів	Обмеження відсутні
Східний Тимор	Так	Деякі обмеження на ринках нерухомості	Обмеження відсутні
Тувалу	Ні, стаття XIV	Відсутні дані	Відсутні дані
Чорногорія	Так	Деякі обмеження на ринках нерухомості та цінних паперів	Регулювання платежів поточними операціями

*Джерело:* складено автором.

статистична вибірка охоплює 267 випадків для 14 доларизованих держав (детальніше див. Додаток Б).

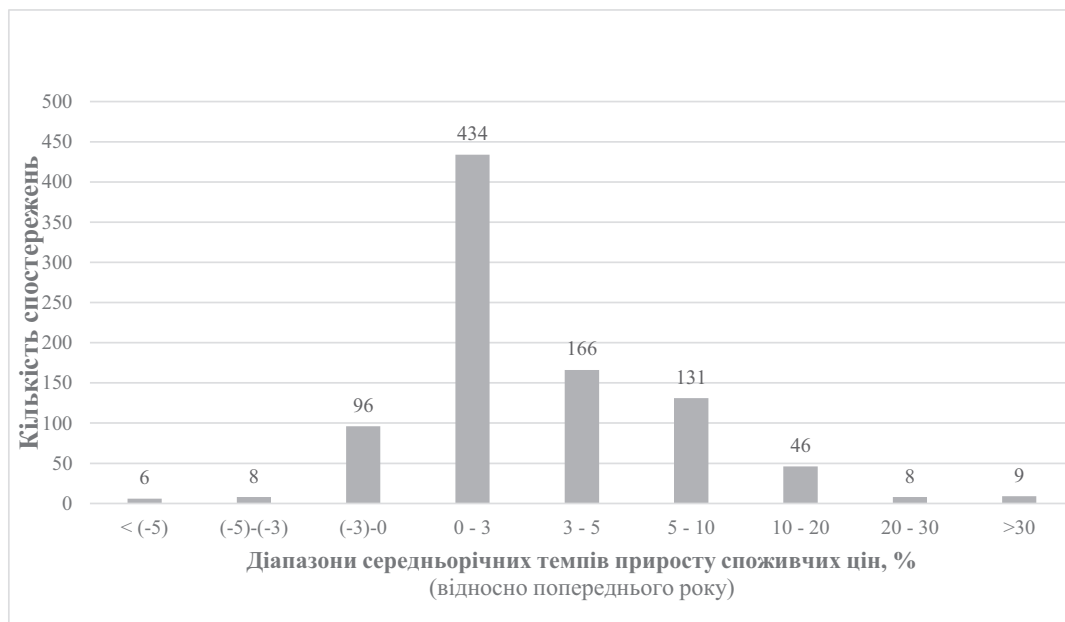


**Рис. 3.12. Розподіл частот рівнів інфляції серед доларизованих держав, 1991–2016 рр.**

*Джерело:* сформовано автором на основі даних: International Monetary Fund. World Economic Outlook Database 2017. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2017/01/weodata/index.aspx> (Last accessed: 12.09.2017).

Дані рис. 3.12 значною мірою підтверджують твердження адвокатів доларизації про цінову стабільність у рамках згаданого валютного режиму. В 240-ка випадках із загальних 267-ми (а це 90%) інфляція / дефляція була помірною ( $\pm 10\%$  від річного приросту споживчих цін) у досліджуваних державах. Суттєва галопуюча інфляція (10–50%) була характерна лише для перших років доларизації в Екваторі та Чорногорії, а також для Мікронезії до 1999 р., після чого значні коливання припинились (деякий інфляційний сплеск спостерігався в 2008–2009 рр. для більшості доларизованих держав, однак не був особливо значним). Протягом звітного періоду зафіксовано лише один випадок гіперінфляції – в Екваторі у 2000 р. (рік введення доларизації). Особливо наглядно ефект стабілізації спостерігався для Зімбабве, для якого флуктуація середньорічних цін відбувалась в діапазоні від  $-72,7\%$  до  $+157\%$ , а після відмови від національної валюти – не перевищувала поріг  $7\%$ .

За аналогією до доларизації та валютної ради, наявність стабілізаційних ефектів валютної інтеграції продовжимо розглядом розподілу частот рівнів інфляції для держав-членів валютних союзів, який узагальнений на рис. 3.13.



**Рис. 3.13. Розподіл частот рівнів інфляції серед держав-членів валютних союзів, 1991–2016 рр.**

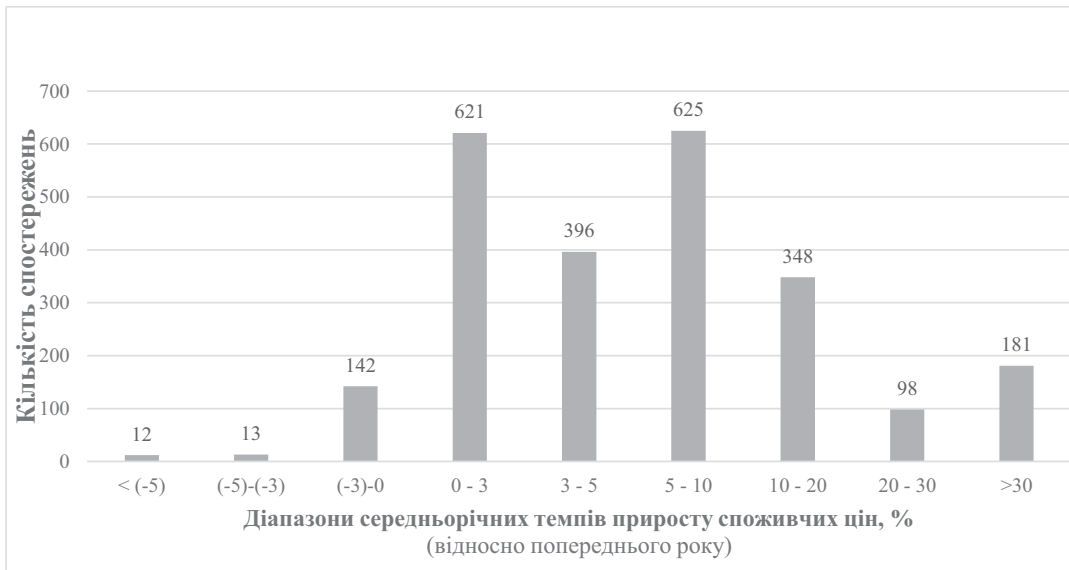
*Джерело:* сформовано автором на основі даних: International Monetary Fund. World Economic Outlook Database 2017. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2017/01/weodata/index.aspx> (Last accessed: 12.09.2017).

Часові ряди середньорічних темпів приросту споживчих цін протягом 1991–2016 рр. були проранжовані відповідно до періоду участі держав у валютних союзах. Оскільки МВФ не розглядає валютні союзи як окремий тип валютних режимів, то спостерігається деякий дубляж статистичної вибірки (дані щодо інфляції в СКВС та Брунеї вже враховувались при аналізі валютних рад). Загалом нами розглянуто 904 випадки для 44 держав-членів валютних союзів (детальніше див. Додаток В).

Результати аналізу, що наведені на рис. 3.13, підтверджують значний рівень цінової стабільності в більшості випадків спільної участі держав у валютних союзах. У 841-му випадку із загальних 911-ти (понад 93%) інфляція / дефляція була помірною в досліджуваних державах, причому доволі частими

були випадки дефляції (12% вибірки). Суттєвий рівень галопуючої інфляції протягом досліджуваного періоду був характерним лише для держав-членів ЕВСЦА та ЗАЕВС під час девальвації франка КФА у 1994 р., а також для Ірландії після останньої світової фінансової кризи. Випадків гіперінфляції у валютних союзах протягом досліджуваного періоду зафіксовано не було. Особливо наглядно ефект стабілізації спостерігався в Гвінеї-Бісау, для якої показник інфляції регулярно перевищував 30%, однак після приєднання до зони франка КФА у 1997 р. зміна рівня споживчих цін в державі перебуває у вузькому коридорі помірної інфляції.

З метою виявлення ефективності режимів валютної інтеграції для досягнення цінової стабільності здійснено також аналогічне дослідження розподілу частот рівнів інфляції серед держав, що застосовували режими на основі фіксованих (рис. 3.14) і плаваючих (рис. 3.15) курсів валют протягом 1991–2016 рр.



**Рис. 3.14. Розподіл частот рівнів інфляції серед держав із фіксованим курсом валют, 1991–2016 рр.**

*Джерело:* сформувано автором на основі даних МВФ<sup>607</sup>.

<sup>607</sup> International Monetary Fund. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions. Washington, 2016.

До вибірки держав із фіксованим курсом валют, ми віднесли роки використання «м'якої» курсової прив'язки за класифікацією МВФ. Тобто для періоду після 2009 р. мова ідеться про режими традиційної фіксації, фіксації у рамках горизонтального коридору, стабілізаційного режиму, повзучої прив'язки, інших типів режимів із можливістю коригування курсу (англ. «*crawl-like arrangement*»); а також про аналогічні до них режими у більш ранніх класифікаціях. Загалом сформована статистична вибірка часових рядів із фіксованим курсом валют містила 2436 випадків (частину яких розглянуто при аналізі 3-х африканських валютних союзів).



**Рис. 3.15. Розподіл частот рівнів інфляції серед держав із плаваючим курсом валют, 1991–2016 рр.**

Джерело: сформовано автором на основі даних: International Monetary Fund. World Economic Outlook Database 2017. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2017/01/weodata/index.aspx> (Last accessed: 12.09.2017).

До вибірки ж держав із плаваючим курсом ми віднесли роки використання режимів керованого та незалежного плавання та їх аналогів згідно із даними щорічних звітів МВФ. Сформована вибірка містить 1680 статистичних випадків (причому дані щодо Європейського економічного та валютного союзу розглядались при висвітленні питання про валютні союзи).

Отримані результати, наведені на рис. 3.14 та рис. 3.15, демонструють, що порівняно із різними типами валютної інтеграції цінова стабільність за умов типових фіксованих чи плаваючих курсів є значно нижчою. Так, помірні темпи інфляції спостерігались у 74,2% випадків фіксованого та 78,3% плаваючого курсів (порівняно із понад 90% випадків за різних умов валютної інтеграції). Значно частіше спостерігались роки із гіперінфляцією (109 випадків – при фіксованому і 62 – при плаваючому). Варто зауважити, що гіперінфляція була властива переважно для постсоціалістичних держав у 1990-х рр. Після 2010 р. випадки гіперінфляції спостерігались лише в Білорусі (після переходу на плаваючий курс у 2011 р.), Венесуелі, Південному Судані та Суринаму (три останні державами дотримувались фіксованого курсу).

Завершимо розгляд показників інфляції порівнянням їх статистичних характеристик за умов різних режимів валютного курсу (табл. 3.11). Нами проаналізовані часові ряди динаміки індексів споживчих цін для усіх членів МВФ протягом 1991–2016 рр. Із статистичної сукупності вилучено випадки гіперінфляції понад 100%, що явно вибивались із загальної картини часових рядів та спотворювали результат. Обчислення середнього значення та медіани дозволило визначити загальну різницю в рівнях інфляції серед держав, що в різний період допритримувались альтернативних режимів валютного курсу, а через середнє квадратичне відхилення ми маємо змогу оцінити ширину діапазону коливань показників інфляції навколо центральних значень. З метою уникнення подвійного врахування спостережень у випадках валютних союзів (які МВФ не розглядає як окремий режим валютного курсу) розглянуто окремо статистичні характеристики режимів валютних рад, фіксованих і плаваючих курсів, вводячи та вилучаючи показники держав-членів валютних союзів залежно від їх зовнішнього таргета.

На основі 4614-ти статистичних спостережень можемо повторно зробити висновок, що теоретичні дослідження загалом справджуються щодо наявності нижчого рівня інфляції в державах, котрі дотримуються принципів валютної



інтеграції. Незалежно від типу інтеграції, середні значення та діапазон відхилень темпів приросту споживчих цін виявились більш ніж у 2 рази нижчими від показників за умов фіксованого чи плаваючого курсів. У рамках валютної інтеграції найбільш стабільними в ціновому аспекті були валютні союзи (а особливо валютні союзи, із прив'язкою колективної валюти до якоря на принципах валютної ради, як наприклад, Східнокарибський валютний союз та Валютний союз Брунею та Сінгапуру). Однак неумовний аналіз не продемонстрував суттєвих відмінностей щодо рівня інфляції в державах із плаваючими та фіксованими курсами валют (особливо якщо не включати щодо перших дані ЄЕВС).

Таблиця 3.11

**Інфляція за умов різних режимів валютного курсу, 1991–2016 рр.**

Режим валютного курсу	Кількість спостережень	Інфляція		
		Середнє арифметичне значення	Медіана	Середнє квадратичне відхилення
Режими валютної інтеграції:	1301	3,8	2,5	6,0
Валютний союз	904	3,5	2,3	5,2
Доларизація	267	4,6	3,0	8,1
Валютна рада:				
із СКВС та ВСБС	312	3,0	2,2	4,6
без СКВС та ВСБС	130	4,4	3,0	6,5
Режими фіксованого курсу:				
із ЗАЕВС, ЕВСЦА та СМА	2371	8,4	5,0	12,2
без ЗАЕВС, ЕВСЦА та СМА	1955	8,9	5,6	11,8
Режими плаваючого курсу:				
із ЄЕВС	1649	7,8	4,1	12,5
без ЄЕВС	1399	8,5	4,9	13,2
<b>Загальна вибірка</b>	<b>4614</b>	<b>7,6</b>	<b>4,2</b>	<b>11,9</b>

*Джерело:* складено автором на основі даних: International Monetary Fund. World Economic Outlook Database 2017. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2017/01/weodata/index.aspx> (Last accessed: 12.09.2017).

Для більш формального оцінювання взаємозалежності між рівнем інфляції та валютною інтеграцією використано регресійне моделювання на основі низки *Dumtu*-змінних. Найпростіше рівняння, яке могло б виявити залежність, має вигляд:

$$\pi = \alpha_0 + \alpha_1 D_{INT} + \varepsilon, \quad (3.1)$$

де  $\pi$  – скалярний рівень інфляції;

$D_{Int}$  – фіктивна змінна, що набуває значення 1 у разі використання державою режиму валютного курсу, який ми вважаємо прикладом валютної інтеграції (валютна рада, доларизація, валютний союз), або значення 0, якщо держава дотримується більш традиційних режимів фіксованих чи плаваючих курсів.

Виявлено також певну залежність, здійснивши більшу деталізацію режимів валютних курсів:

$$\pi = \alpha_0 + \alpha_1 D_{CU} + \alpha_2 D_{DOL} + \alpha_3 D_{CB} + \varepsilon, \quad (3.2)$$

де  $D_{CU}$  – фіктивна змінна, що дорівнює 1 у разі належності держави до валютного союзу;

$D_{DOL}$  – фіктивна змінна, що дорівнює 1 за умов доларизації;

$D_{CB}$  – фіктивна змінна, що дорівнює 1 у разі валютної ради.

Третім рівнянням, окрім валютної інтеграції, також нами визначено ефект валютної співпраці у вигляді «м'якої» прив'язки курсу валют до якоря:

$$\pi = \alpha_0 + \alpha_1 D_{INT} + \alpha_2 D_{FIX} + \varepsilon, \quad (3.3)$$

де  $D_{FIX}$  – фіктивна змінна, що дорівнює 1 у разі використання державою режиму фіксованого валютного курсу.

Для лінійного наближення темпів приросту цін використаємо логарифмування показників інфляції. Однак логарифми демонструють близькі

до процентних значення лише тоді, коли діапазон коливань показників є нешироким. Так, якщо відношення рівнів цін поточного року до попереднього значно відхилятиметься від одиниці (гіперінфляція чи гіпердефляція), то використання логарифмів призводить до спотворення результатів. Тому для оцінювання рівня зміни цін ми скористались методологією розрахунку скалярного рівня інфляції, запропоновану А. Гошем, А.-М. Гульде та Х. Вольфом<sup>608</sup> при аналізі ефекту валютних рад. Отриманий скалярний рівень інфляції для  $n$ -го року розраховувався нами як:

$$\pi = \Delta p / (1 + \Delta p), \quad (3.4)$$

в якому 
$$\Delta p = \ln(CPI_n / CPI_{n-1}), \quad (3.5)$$

де  $CPI_n$  та  $CPI_{n-1}$  – індекси споживчих цін поточного та попереднього років відповідно.

Результати оцінювання регресійних моделей 3.1–3.3 наведені в табл. 3.12. Як джерело даних використано базу Світового банку<sup>609</sup> з інформацією про рівні індексу споживчих цін (код індикатора: *FP.CPI.TOTL*) за період із 1991 по 2016 р. У випадку відсутності інформації про рівень інфляції у деяких державах (типово для доларизованих мікродержав) статистичну вибірку доповнено даними «*World Economic Outlook*» від МВФ (код індикатора: *PCPIE*<sup>610</sup>). Загалом сформована вибірка містила 4265 спостережень.

Усі сформовані регресійні рівняння виявились адекватними – значущість  $p(F)$  в трьох випадках прямує до або дорівнює нулю, що практично повністю

<sup>608</sup> Ghosh A., Gulde A.-M., Wolf H.C. Currency boards: More than a quick fix? *Economic Policy*. 2000. Vol. 15. No 31. P. 269–335.

<sup>609</sup> World Bank. World Development Indicators Database, 2017. URL: <http://databank.worldbank.org/data/databases.aspx> (Last accessed: 20.10.2017).

<sup>610</sup> International Monetary Fund. World Economic Outlook Database 2017. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2017/01/weodata/index.aspx> (Last accessed: 12.09.2017).

відкидає ймовірність нульової гіпотези (відсутності кореляції між досліджуваними характеристиками). Рівень стандартної помилки  $SE$  також знаходиться в допустимих межах. Однак, разом із тим, коефіцієнти детермінації  $R^2$  виявились низькими, що вказує на невисоку точність запропонованих моделей. Такий результат не є несподіваним, враховуючи незначну кількість факторів, які були враховані при аналізі.

Таблиця 3.12

**Результати регресійного моделювання залежності рівня інфляції від валютної інтеграції**

$\pi = \alpha_0 + \alpha_1 D_{INT} + \varepsilon$			$\pi = \alpha_0 + \alpha_1 D_{CU} + \alpha_2 D_{DOL} + \alpha_3 D_{CB} + \varepsilon$			$\pi = \alpha_0 + \alpha_1 D_{INT} + \alpha_2 D_{FIX} + \varepsilon$			
	$\alpha$	$t\text{-Stat}$		$\alpha$	$t\text{-Stat}$		$\alpha$	$t\text{-Stat}$	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Intercept	0,078***	47,4	Intercept	0,077***	47,6	Intercept	0,075***	32,7	
$D_{INT}$	-0,046***	-14,9	$D_{CU}$	-0,043***	-12,0	$D_{INT}$	-0,045***	-14,4	
$R^2$	0,05		$D_{DOL}$	-0,045***	-6,6	$D_{FIX}$	0,005*	1,7	
SE	0,09		$D_{CB}$	-0,023***	-4,0	$R^2$	0,05		
Nobs	4265		$R^2$	0,05		SE	0,09		
			SE	0,09		Nobs	4265		
			Nobs	4265					

*Примітки:* \*, \*\*, \*\*\* позначають рівні значущості 90, 95 і 99% відповідно; Nobs – обсяг вибірки; SE – стандартна помилка;  $R^2$  – коефіцієнт детермінації; Intercept – коефіцієнт  $\alpha_0$ ;  $D_{INT}$ ,  $D_{CU}$ ,  $D_{DOL}$ ,  $D_{CB}$ ,  $D_{FIX}$  – димму-змінні, наведені в формулах 3.1–3.3.

*Джерело:* розраховано автором.

Інтерпретація результатів моделі 3.1 (стовпці 1–3 табл. 3.12) може бути такою: рівень інфляції в умовах валютної інтеграції з високою ймовірністю буде нижчим на 4,6 процентного пункту від рівня інфляції за умов режимів традиційних фіксованих і плаваючих курсів (що є експліцитними в моделі та детермінуються коефіцієнтом  $\alpha_0$ ), який становить 7,8%. Однак факт валютної інтеграції не може вважатись єдиним чинником, що визначає рівень інфляції, і не може використовуватись для прогнозних цілей (тобто валютна інтеграція сама собою не зумовлює низької інфляції, проте часто є «супутньою» до неї).

Результати моделі 3.2 (стовпці 4–6 табл. 3.12) розширюють інтерпретацію моделі 3.1, демонструючи, що зменшення рівня інфляції характерне для всіх типів валютної інтеграції. Найбільше скорочення спостерігається в умовах доларизації та валютних союзів (4,5 та 4,3 процентного пункту), дещо менше – за умов валютної ради (2,3 процентного пункту). Результати моделі 3.3 (стовпці 7–9 табл. 3.12) показали, що за умов валютної співпраці у формі прив'язки валютного курсу рівень інфляції незначною мірою (на 0,5 процентного пункту) перевищує аналогічний рівень у держав із плаваючим валютним курсом, який детермінується коефіцієнтом  $\alpha_0$  (рівень значущості коефіцієнта  $D_{FIX}$  нижчий, ніж для фіктивних змінних, що деномінують підвиди валютної інтеграції). Загалом результати умовного аналізу за великим рахунком відображають ті ж тенденції, що й менш формальний аналіз, результати якого представлені в табл. 3.11.

Для виявлення чинників, що детермінували інфляцію в 1991–2016 рр., протестовано численні економетричні моделі, деякі з яких успішно «спрацьовували» в ХХ ст., однак досягти суттєвого рівня точності доволі складно. Найвищий коефіцієнт детермінації  $R^2$  (0,42) був отриманий для моделі:

$$\pi = \alpha_0 + \alpha_1 D_{INT} + \alpha_2 \Delta Y + \alpha_3 \Delta M + \alpha_4 \log C + \alpha_5 O + \varepsilon, \quad (3.6)$$

де  $\Delta Y$  – приріст реального ВВП, за даними Світового банку (код індикатора: *NY.GDP.MKTP.KD.ZG*), взятий з лагом 1 рік;

$\Delta M$  – скалярний приріст грошової маси (а саме «широких» грошей), розрахований за принципами, наведеними в рівняннях 3.4 та 3.5, відповідно до даних Світового банку (код індикатора: *FM.LBL.BMNY.CN*). Враховуючи відсутність інформації для країн-членів Європейського економічного та валютного союзу (через методологічну складність визначення обсягу національних грошових агрегатів у зоні євро), ми використали дані про т. зв. національний внесок до монетарних агрегатів згідно з матеріалами

«Statistical Data Warehouse» (SDW), ЄЦБ. Показники, як і в попередній змінній, взяті із розподіленим лагом один рік, щоб уникнути ендогенності;

$\log C$  – логарифм відношення ВВП на душу населення держави в  $n$ -му році до відповідного показника США в 1991 р. (щоб охопити ефект наздоганяючого зростання), розрахований за даними Світового банку (код індикатора: *NY.GDP.PCAP.CD*);

$O$  – рівень відкритості економік, розрахований як відношення вартості імпорту товарів та послуг до ВВП згідно з даними Світового банку (код індикатора: *NE.IMP.GNFS.ZS*).

Аргументація використання вказаних змінних розглядається в табл. 3.13.

Таблиця 3.13

### Пояснення змінних, використаних у моделі 3.6

Змінна	Очікуваний ефект	Обґрунтування
$\Delta Y$	–	Зростання ВВП стимулює додатковий попит на гроші, зменшуючи цим рівень інфляції
$\Delta M$	+	Кількісна теорія грошей
$\log C$	–	Ефект наздоганяючого зростання, аналогічний за суттю до $\Delta Y$
$O$	–	Д. Ромер доводив, що відкритість збільшує втрати від монетарної експансії, що зменшує рівень інфляції (ефект актуальний переважно для малих економік) <sup>611</sup>

Джерело: складено автором.

Результати розрахунку моделі 3.6 наведені в табл. 3.14 на основі вибірки із 2084 спостережень. Оскільки доступна вибірка, що могла б репрезентувати *dummy*-змінні щодо доларизації та валютних радах, виявилась незначною, ми обмежились єдиною фіктивною змінною для позначення валютної інтеграції –  $D_{INT}$ . Залучення до моделі фіктивної змінної для фіксованого курсу  $D_{FIX}$  продемонструвало її статистичну незначущість для моделі.

<sup>611</sup> Romer D. Openness and Inflation: Theory and Evidence. *The Quarterly Journal of Economics*. 1993. Vol. 108, No 4. P. 869–903. DOI: <https://doi.org/10.2307/2118453>.

Таблиця 3.14

**Результати регресії залежності рівня інфляції від валютної інтеграції та інших факторів згідно з моделлю 3.6**

	$\alpha$	$t$ -Stat
Intercept	0,025***	7,6
$D_{INT}$	-0,015***	-4,3
$\Delta Y$	-0,004***	-11,7
$\Delta M$	0,364***	29,6
$\log C$	-0,010***	-10,8
$O$	-0,0001*	-1,9
Нормований $R^2$	0,42	
$SE/(\pi_{\max} - \pi_{\min})$	0,06	
Nobs	2083	

Примітки: \*, \*\*, \*\*\* позначають рівні значущості 90, 95 і 99% відповідно;

Nobs – обсяг вибірки; SE – стандартна помилка;  $R^2$  – коефіцієнт детермінації; Intercept – коефіцієнт  $\alpha_0$ ;  $D_{INT}$ ,  $\Delta Y$ ,  $\Delta M$ ,  $\log C$ ,  $O$  – змінні, наведені в моделі 3.6.

Джерело: розраховано автором

Незважаючи на низький нормований коефіцієнт детермінації, модель 3.6 загалом та всі її змінні виявились значущими із допустимим рівнем стандартної помилки. Проте серед розглянутих змінних лише приріст грошової маси виявився дійсно суттєвим для детермінації рівня інфляції (+0,364). Валютна інтеграція приводить до зменшення інфляції на 1,5 процентного пункту.

Цікаво, що майже аналогічна модель (без включення ефекту наздоганяючого зростання), застосована для вибірки за 1975–1996 рр. виявилась більш точною ( $R^2=0,56$ ) та із значно суттєвішими коефіцієнтами змінних<sup>612</sup>. Помітний значний вплив на рівень інфляції політичних та інституційних факторів, а також кризових явищ, які важко піддаються економетричному

<sup>612</sup> Ghosh A., Gulde A.-M., Wolf H.C. Currency boards: More than a quick fix? *Economic Policy*. 2000. Vol. 15. No 31. P. 269–335.

моделюванню<sup>613</sup>. Наприклад, фахівці Світового банку<sup>614</sup>, а також і деякі інші дослідники<sup>615</sup>, як змінну використовували плінність кадрів у вищому керівництві центральних банків (чи їх аналогів). Однак ми, на жаль, не володіємо достатнім адміністративним ресурсом, щоб адекватно оцінити цей параметр у дослідженні.

Одне з останніх досліджень, що дало змогу виявити більш-менш точну залежність рівня інфляції  $P$  від режиму валютного курсу, провели Д. Тулабое та Р. Террі<sup>616</sup>, які розглядали таку модель:

$$\Delta \log P_t = -\alpha \lambda \psi + \lambda \log RER_{t-1} + \alpha \epsilon \lambda (\log Y - \log \bar{Y})_{t-1} + (1 - \alpha) \Delta \log P^*_t + (1 - \alpha) \Delta \log E_t + \beta \Delta \log P_{t-1}, \quad (3.7)$$

де  $RER$  – реальний ефективний обмінний курс;

$Y - \bar{Y}$  – відхилення ВВП від середнього показника;

$P^*$  – «іноземна» інфляція;

$P_{t-1}$  – інфляційний лаг;

$E$  – номінальний ефективний обмінний курс;

$t$  – часовий індикатор.

Автори застосовували цю модель окремо для слаборозвинутих держав із фіксованими та плаваючими режимами й отримали коефіцієнт детермінації близький до 0,5 (результати відрізнялись при використанні різних методів перевірки достовірності моделі). Однак вибірка містила часові ряди за 1985–2006 рр., а вже в 2008 р. відбувся значний сплеск інфляції, спричинений світовою фінансовою кризою, що може не враховуватись моделлю. Крім того, дослідники

<sup>613</sup> Так, навіть канонічна крива Філіпса видається неактуальною після 1995 р. The Phillips Curve May Be Broken for Good - Daily Chart', 2017. *The Economist*. URL: <https://www.economist.com/blogs/graphicdetail/2017/11/daily-chart?fsrc=scn/tw/te/bl/ed/> (Last accessed: 05.11.2017).

<sup>614</sup> Cukierman A., Webb S. B., Neyapti B. Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes. *The World Bank Economic Review*. 1992. Vol. 6, No 3. P. 353–398.

<sup>615</sup> Ghosh A. R., Gulde A.-M., Wolf H. C. Exchange Rate Regimes: Choices and Consequences. MIT Press, 2003.

<sup>616</sup> Toulaboe D., Terry R. Exchange Rate Regime: Does it Matter for Inflation? *Journal of Applied Business and Economics*. 2013. Vol. 14, No 1. P. 56–71.



допустили низку апроксимацій, які пов'язані із методологічною складністю врахування курсу валют (особливо реального ефективного курсу). Зрештою, отримані результати перевірки моделі 3.1 знаходяться в загальному тренді інших більш ранніх моделей: держави із фіксованим курсом менш схильні до високих рівнів інфляції і є менш чутливими до коливань реального курсу валют, що, однак, компенсується можливим спадом приросту ВВП через неможливість адекватно реагувати на зовнішні шоки.

З метою більш повного висвітлення ефективності економік у рамках різних режимів валютного курсу, ми також розглянули властивості часових рядів низки інших показників макроекономічної стабільності та розвитку протягом 1991–2016 рр. (табл. 3.15).

Однією із найважливіших монетарних категорій, яка впливає на рівень цін та діловий цикл у державі, є обсяг пропозиції грошей. Порівняння динаміки зміни пропозиції грошей здійснювалось за допомогою індикатора темпу приросту т. зв. «широких грошей» (англ. «*broad money*»), що наводиться в базах даних Світового банку<sup>617</sup>. До «широких грошей» (за великим рахунком аналог агрегату М3) спеціалісти СБ включають позабанківську готівку; неурядові депозити на вимогу; термінові, ощадні депозити та депозити в іноземній валюті резидентів; банківські та дорожні чеки; інші цінні папери, такі як депозитні сертифікати та комерційні папери. Загалом нами сформовано вибірку, що містить 3900 спостережень середньорічних темпів приросту грошової маси, згрупованих відповідно до типу режиму валютного курсу на цей момент спостереження. Із бази даних ми вилучили нетипові показники перевищення середньорічних темпів приросту грошової маси, дорівнюють 100%, що спотворювали отримані статистичні результати (наприклад, понад 3000%-не зростання грошової маси, що спостерігалось у рік приєднання Естонії до ERM II (2004 р.) і т. ін.).

<sup>617</sup> World Bank. World Development Indicators Database, 2017. URL: <http://databank.worldbank.org/data/databases.aspx> (Last accessed:20.10.2017).

Таблиця 3.15

## Макроекономічні показники за умов різних режимів валютного курсу, 1991–2016 рр.

Режим валютного курсу	Приріст грошової маси («широких грошей»)				Реальна процентна ставка				Приріст ВВП				Приріст ВВП на душу населення				Приріст експорту			
	Nobs	$\bar{x}$	$\bar{y}$	$\sigma$	Nobs	$\bar{x}$	$\bar{y}$	$\sigma$	Nobs	$\bar{x}$	$\bar{y}$	$\sigma$	Nobs	$\bar{x}$	$\bar{y}$	$\sigma$	Nobs	$\bar{x}$	$\bar{y}$	$\sigma$
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21
<b>Режими валютної інтеграції:</b>	873*	11,8	9,3	16,5	929	6,5	5,7	8,8	1365	3,3	3,1	6,9	1365	1,9	1,6	6,5	953	5,6	4,0	16,4
Валютний союз	641	11,0	8,8	16,3	707	6,4	7,7	7,7	911	3,3	3,0	7,4	911	1,6	1,3	7,0	728	5,7	3,9	17,4
Доларизація	100	14,1	9,6	19,7	99	8,6	8,5	5,4	312	3,5	2,8	5,8	312	2,2	2,0	5,4	100	4,8	14,2	2,7
Валютна рада:																				
із СКВС та ВСБС	305*	10,5	7,8	11,4	298	7,0	7,6	10,4	324	2,7	2,9	4,3	324	2,1	2,0	4,5	193	3,9	3,5	10,5
без СКВС та ВСБС	132*	14,2	10,8	14,7	123	6,0	5,9	14,6	142	3,2	3,8	4,9	142	3,0	3,7	5,1	125	5,7	6,1	11,1
<b>Режими фіксованого курсу:</b>																				
із ЗАЕВС, ЕВСЦА та СМА	2285*	16,2	13,3	16,2	1831	6,7	6,4	13,3	2448	4,2	4,2	7,4	2445	2,1	2,2	7,1	1791*	5,7	4,6	14,8
без ЗАЕВС, ЕВСЦА та СМА	1843*	17,1	14,0	15,4	1555	6,6	6,8	13,6	2006	4,0	4,3	6,7	2003	2,1	2,4	6,5	1422*	5,7	4,7	14,9
<b>Режими плаваючого курсу:</b>																				
із СЕВС	1179*	17,6	14,1	16,3	1427	7,2	5,9	11,0	1640	3,2	3,4	4,6	1640	2,1	2,2	4,4	1526	6,8	5,7	12,0
без СЕВС	1179*	17,6	14,1	16,3	1199	7,7	6,3	11,9	1379	3,5	3,7	4,7	1379	2,2	2,4	4,6	1265	7,3	6,2	12,7
<b>Загальна вибірка</b>	3895*	16,0	13,0	16,0	3683	7,5	6,4	18,3	4750	3,7	3,8	6,4	4747	2,1	2,2	6,2	3640*	6,0	5,1	13,4

Примітки: Nobs – обсяг вибірки;

 $\bar{x}$  – середнє арифметичне значення; $\bar{y}$  – медіана; $\sigma$  – середнє квадратичне відхилення;

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

Джерело: складено автором на основі даних: World Bank. World Development Indicators Database. 2017. URL: <http://databank.worldbank.org/data/databases.aspx>.

Очікувано, середньорічні темпи приросту грошової маси в державах, що використовували режими, які ми відносимо до валютної інтеграції, були нижчими порівняно із альтернативними (11,8% проти 17,1% та 17,6% при фіксованих і плаваючих курсах відповідно). Найбільш стабільним був рівень грошової маси в умовах валютних рад і валютних союзів<sup>618</sup> (10,5% та 11,0%), дещо вищими були показники для доларизації (14,1%) та валютних рад без Східнокарибського валютного союзу та Валютного союзу Брунею та Сінгапуру (14,2%), яких МВФ класифікує як групу валютних рад, але в дослідженні вони зараховані до валютних союзів. Однак варто зазначити, якщо із вибірки доларизації вилучити близькі до 100% темпи приросту грошової маси в Чорногорії протягом 2005–2007 рр., то результат вирівнюється із середнім у підгрупі рівнем у межах 11%. Особливо яскраво помітний контраст при зміні валютно-курсових режимів у Болгарії (середньорічний темп приросту грошової маси до 1997 р. перевищував 100%, а після запровадження валютної ради зменшився 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 б безпідставно стверджувати, що лише валютна інтеграція сприяє стабілізації динаміки грошової маси (наприклад, для Бразилії, Уругваю та Індонезії середньорічні темпи приросту «широких грошей» значно сповільнились при переході від фіксованого до плаваючого режиму валютного курсу).

В теоретичній частині нашого дослідження ми вказували, що валютна інтеграція (зокрема режими доларизації та валютних рад) повинна приводити до зниження рівня процентних ставок у державах-адептах (більш точним є твердженням про наближення до рівнів держав-емітентів якірної валюти). Для емпіричної перевірки цього постулату ми сформували базу даних із 3679 показників реальних процентних ставок, згрупованих відповідно до режиму валютного курсу держави протягом 1991–2016 рр. Для проведення дослідження

---

<sup>618</sup> Світовий банк не подає даних для держав-членів ЕВС ЄС.

використано дані СБ, де розраховано реальні процентні ставки як скореговані на дефлятор ВВП рівні процентних ставок за кредитами<sup>619</sup>.

Проте дослідження не виявило суттєвої різниці між рівнями реальних процентних ставок за умов валютної інтеграції та за інших типів валютно-курсних режимів (табл. 3.15). У першому випадку середній процент був дещо нижчий (6,5), ніж у середньому по вибірці (7,5), однак різницю, що становить один один процентний пункт, не можна вважати достатньо суттєвою підставою для будь-яких далекоглядних висновків. Доволі несподівано, на наш погляд, найвищий середній показник виявився у доларизованих державах (8,6), хоча потрібно брати до уваги невеликий обсяг вибірки (лише 99 доступних спостережень), а також переважно мікророзмір економік із низькими показниками інфляції, що «стримують» динаміку реальних процентних ставок у напрямку зниження<sup>620</sup>. Найнижчий рівень середніх реальних процентних ставок виявився у «неальянських» валютних рад (6,0). Низький рівень реальних процентних ставок, зазвичай, розглядається як передумова економічного зростання за рахунок дешевших кредитів, однак сама собою мотивація до капіталовкладень для кредиторів при цьому знижується.

Традиційно валютна інтеграція асоціюється із фінансовою стабільністю, для якої уряди частково «жертвують» економічною мобільністю, що може виявитись у сповільненні динаміки загального поступу. Певною мірою цей ефект підтверджується результатами нашого дослідження. Зокрема, аналіз щорічних темпів приросту ВВП та його подушового вираження (табл. 3.15) демонструє тенденцію до дещо менш інтенсивного зростання за умов валютної інтеграції порівняно із середніми даними по всій вибірці (3,3% проти 3,7% для середніх темпів приросту ВВП; 1,9% проти 2,1% для ВВП на душу населення).

<sup>619</sup> World Bank. World Development Indicators Database, 2017. URL: <http://databank.worldbank.org/data/databases.aspx> (Last accessed:20.10.2017).

<sup>620</sup> В подальшому ми здійснили оцінювання темпів приросту реальних процентних ставок відповідно до держав із низьким і високим ВНД на душу населення і виявили, що для «бідніших» доларизованих держав приріст реальних процентних ставок майже вдвічі перевищує аналогічний показник «багатших» держав (11,5 проти 5,8). Аналогічна тенденція, хоч і не настільки яскраво, проявляється для інших режимів валютного курсу.

Аналогічно до розглянутих властивостей часових рядів із даними за ВВП, середньорічний приріст експорту за умов валютної інтеграції є дещо нижчим, ніж середній показник за загальною базою даних (5,6% – у першому випадку та 6,0% – у другому). Особливо інтенсивне зростання середньорічних темпів приросту експорту зафіксоване за умов плаваючих курсів (7,3%) при вилученні із вибірки інформації щодо ЄЕВС.

Вважаємо за доцільне розглянути дані по ВВП та експорту відповідно до рівнів доходів, оскільки для «бідніших» держав актуально підтримувати не лише позитивну динаміку поступу, а й досягти її стабільно високого рівня. Загалом до процесів валютної інтеграції залучені переважно держави із доволі високим рівнем подушового доходу. Так, за станом на кінець 2017 р. 44 із 65 держав, які ми відносимо до представників валютних інтеграційних альянсів, належали до груп із високим і вищим від середнього рівнями валового національного доходу на душу населення згідно із класифікацією Світового банку (табл. 3.16). Особливо показовим щодо цього прикладом є режим валютної ради, серед представників якого лише Джибуті належить до держав із нижчим від середнього рівнем подушового ВНД, а решта – до перших двох груп. Держави із низьким та нижчим від середнього рівнями доходів більш типово дотримуються режимів традиційної фіксації (67% від усіх представників двох груп із нижчими доходами обрали саме цей валютно-курсовий режим).

Отже, ми повторно здійснили оцінювання властивостей статистичної вибірки, наведеної в стовпцях 10–21 табл. 3.15, ввівши додатковий критерій – рівень ВНД на душу населення. Щоб уникнути надмірної фрагментації бази даних, проведено аналіз за двома групами країн: (1) – держави із вищим доходом, тобто із високим та вищим від середнього ВНД на душу населення згідно з методологією СБ та (2) – держави із нижчим доходом, до яких зараховано представників із доходами, нижчими від середніх, та низькими.

Таблиця 3.16

**Розподіл держав відповідно до валютно-курскових режимів та  
рівня ВВП на душу населення, жовтень 2017 р.**

Режим валютного курсу	Рівень валових національних доходів на душу населення (кількість держав)				Всього
	високий	вищий від середнього	нижчий від середнього	низький	
<b>Режими валютної інтеграції:</b>	29	15	11	10	65
Валютний союз	23	7	5	9	44
Доларизація	5	6	5	1	17
Валютна рада:					
із СКВС та ВСБС	4	6	1	0	11
без СКВС та ВСБС	1	2	1	0	4
<b>Режими фіксованого курсу:</b>					
із ЗАЕВС, ЕВСЦА та СМА	14	27	34	21	96
без ЗАЕВС, ЕВСЦА та СМА	14	25	29	12	80
<b>Режими плаваючого курсу:</b>					
із ЄЕВС	36	15	12	8	71
без ЄЕВС	17	14	12	8	51
<b>Загальна вибірка</b>	<b>60</b>	<b>54</b>	<b>52</b>	<b>30</b>	<b>196</b>

*Джерело:* складено автором на основі даних: World Bank. World Development Indicators Database. 2017. URL: <http://databank.worldbank.org/data/databases.aspx>.

Результати аналізу (табл. 3.17) дозволили виявити деякі тенденції. Загалом у вибірці середньорічний приріст ВВП у державах із нижчим доходом дещо перевищує показник «багатших» держав (різниця більш помітна для підгрупи з режимом плаваючого курсу). Однак за умов валютної інтеграції ця розбіжність фактично нівелюється: валютні союзи перебувають у загальному тренді, а для режиму доларизації спостерігається зворотна залежність – «багатші» держави демонструють вищий темп приросту ВВП (про режим валютних рад вести мову немає сенсу, враховуючи майже відсутній масив даних щодо «бідних» держав).

Вибірка за показником ВВП на душу населення демонструє загалом зворотну ситуацію – для «бідніших» держав середньорічний приріст подушового ВВП є нижчим порівняно із «багатшими» державами, причому для вибірки за валютною інтеграцією цей розрив посилюється (особливо явно для валютних союзів).

За базою даних щодо зовнішньої торгівлі як для валютної інтеграції, так і для альтернативних режимів валютного курсу, простежується тенденція доперевищення темпів приросту експорту «біднішими» державами порівняно із

«багатшими» (особливо яскраво простежується у випадку режиму плаваючого курсу).

Таблиця 3.17

**Темпи приросту ВВП та експорту альтернативних режимів валютного курсу відповідно до рівня ВНД на душу населення, 1991–2016 рр.**

Режим валютного курсу	Приріст ВВП				Приріст ВВП на душу населення				Приріст експорту			
	вищий дохід		нижчий дохід		вищий дохід		нижчий дохід		вищий дохід		нижчий дохід	
	<i>n</i>	$\bar{x}$	<i>n</i>	$\bar{x}$	<i>n</i>	$\bar{x}$	<i>n</i>	$\bar{x}$	<i>n</i>	$\bar{x}$	<i>n</i>	$\bar{x}$
<b>Режими валютної інтеграції:</b>	868	3,3	497	3,4	868	2,3	497	1,2	594	5,3	359	6,2
Валютний союз	547	3,1	364	3,6	547	2,0	364	1,0	433	5,1	295	6,6
Доларизація	204	3,6	108	3,2	204	2,3	108	2,1	52	3,9	48	5,8
Валютна рада:												
із СКВС та ВСБС	299	2,8	25	1,9	299	2,3	25	0,1	177	4,4	16	-1,5
без СКВС та ВСБС	117	3,5	25	1,9	117	3,6	25	0,1	109	6,7	16	-1,5
<b>Режими фіксованого курсу:</b>												
із ЗАЕВС, ЕВСЦА та СМА	1053	4,2	1395	4,1	1050	2,3	1395	1,8	728	5,4	1063	6,0
без ЗАЕВС, ЕВСЦА та СМА	1001	3,8	1031	4,3	998	2,1	1031	2,2	677	5,1	771	6,3
<b>Режими плаваючого курсу:</b>												
із ЄЕВС	1191	2,8	449	4,2	1191	2,1	449	2,1	1161	5,7	365	10,1
без ЄЕВС	930	3,1	449	4,2	930	2,3	449	2,1	900	6,1	365	10,1
<b>Загальна вибірка</b>	<b>2799</b>	<b>3,4</b>	<b>1977</b>	<b>4,0</b>	<b>2796</b>	<b>2,3</b>	<b>1977</b>	<b>1,9</b>	<b>2171</b>	<b>5,5</b>	<b>1495</b>	<b>6,7</b>

Примітка: *n* – обсяг вибірки;  $\bar{x}$  – середнє арифметичне значення.

Джерело: складено автором на основі даних: World Bank. World Development Indicators Database. 2017. URL: <http://databank.worldbank.org/data/databases.aspx>.

Спроби регресійного моделювання залежності темпів приросту ВВП від режиму валютного курсу для сучасного періоду не продемонстрували достатнього рівня прогнозової точності. Наприклад, поєднавши інструментарій регресійних рівнянь Е. Леві-Єяті, Ф. Штурценегера<sup>621</sup>, А. Гоша, А.-М. Гюльде, Х. Вольфа<sup>622</sup>, ми сформуваємо наступну модель:

<sup>621</sup> Levy-Yeyati E., Sturzenegger F. Exchange Rate Regimes and Economic Performance. *SSRN Scholarly Paper*. Rochester, NY: Social Science Research Network, 1 February 2001. URL: <https://papers.ssrn.com/abstract=263826>.

<sup>622</sup> Ghosh A. R., Gulde A.-M., Wolf H. C. Exchange Rate Regimes: Choices and Consequences. MIT Press, 2003.

$$\Delta Y = \alpha_0 + \alpha_1 D_{INT} + \alpha_2 \pi + \alpha_3 \Delta M + \alpha_4 FDI + \alpha_5 \log C + \alpha_6 O + \alpha_7 \Delta EXP + \alpha_8 TAX + \alpha_9 EDU + \alpha_{10} \Delta POP + \varepsilon, \quad (3.8)$$

де  $\Delta Y$  – приріст реального ВВП;  $D_{INT}$  – фіктивна змінна для позначення валютної інтеграції;  $\Delta M$  – приріст «широких грошей»;  $\log C$  – ефект наздоганяючого зростання;  $O$  – відкритість економіки (всі показники аналогічні до моделі 3.6, де розглядаються більш детально, лише  $\Delta Y$  та  $\Delta M$  наведені без річного лагу);

$FDI$  – відношення обсягу прямих іноземних інвестицій до ВВП згідно з даними Світового банку (код індикатора: *BX.KLT.DINV.WD.GD.ZS*);

$\Delta EXP$  – приріст експорту товарів і послуг згідно з даними СБ (код індикатора: *NE.EXP.GNFS.KD.ZG*); у випадку відсутності даних для деяких держав використана інформація із *World Economic Outlook* від МВФ (код індикатора: *TX\_RPCH*);

$TAX$  – відношення надходжень від оподаткування до ВВП згідно з даними СБ (код індикатора: *GC.TAX.TOTL.GD.ZS*);

$EDU$  – освітній індекс, що розраховується ПРООН як агрегат середньоарифметичної фактичної тривалості навчання та очікуваної тривалості навчання<sup>623</sup> (дані наявні до 2013 р., але оскільки значення індексу є не надто динамічним в часі, ми екстраполювали його до 2016 р.);

$\Delta POP$  – приріст населення згідно з даними СБ (код індикатора: *SP.POP.GROW*).

Результати оцінювання моделі 3.8 на основі вибірки із 2284 спостережень наведені в табл. 3.18. Загалом модель 3.8 виявилась статистично значущою із допустимим рівнем стандартної помилки. Більшість результативних змінних, окрім частки ПІІ, податкових надходжень і тривалості освіти, виявились статистично значущими.

<sup>623</sup> Education index. Human Development Reports, 2017. UNDP. URL: <http://hdr.undp.org/en/content/education-index> (Last accessed: 05.11.2017).



Таблиця 3.18

**Результати регресії залежності приросту ВВП від валютної інтеграції та інших факторів згідно з моделлю 3.8**

	$\alpha$	$t$ -Stat
Intercept	0,016	2,5
$D_{INT}$	-0,012***	-6,0
$\pi$	-0,157***	-13,9
$\Delta M$	0,100***	12,5
$FDI$	-0,001	-0,3
$\log C$	-0,003***	-3,3
$O$	0,019***	6,2
$\Delta EXP$	0,108***	18,7
$TAX$	-0,004	-0,5
$EDU$	-0,003	-0,4
$\Delta POP$	0,425***	7,8
Нормований $R^2$	0,29	
SE/( $\Delta Y_{\max} - \Delta Y_{\min}$ )	0,07	
Nobs	2284	

Примітки: \*, \*\*, \*\*\* позначають рівні значущості 90, 95 і 99% відповідно; Nobs – обсяг вибірки; SE – стандартна помилка;  $R^2$  – коефіцієнт детермінації; Intercept – коефіцієнт  $\alpha_0$ ;  $D_{INT}$ ,  $\pi$ ,  $\Delta M$ ,  $FDI$ ,  $\log C$ ,  $O$ ,  $\Delta EXP$ ,  $TAX$ ,  $EDU$ ,  $\Delta POP$  – змінні, наведені в моделі 3.8.

Джерело: розраховано автором.

Відносно невисокий коефіцієнт детермінації (0,29) вказує на занижку прогнозу цінність моделі. Заради справедливості зазначимо, що схожа модель фахівців МВФ Е. Леві-Єяті та Ф. Штурценегера із дещо більшою кількістю змінних і регіональними *dummies* продемонструвала ще меншу точність –  $R^2=0,21$ <sup>624</sup>. Виявлено статистично значущий обернено пропорційний зв'язок участі у валютному альянсі та темпом приросту ВВП (тобто участь у процесах валютної інтеграції ймовірно спричиняє зменшення темпів приросту ВВП на 1,2%). Серед інших факторів найбільш тісний зв'язок приросту ВВП було

<sup>624</sup> Levy-Yeyati E., Sturzenegger F. Exchange Rate Regimes and Economic Performance. *SSRN Scholarly Paper*. Rochester, NY: Social Science Research Network, 1 February 2001. URL: <https://papers.ssrn.com/abstract=263826>.

виявлено із приростами населення, рівнем інфляції, приростами експорту та грошової маси.

Підсумовуючи результати неумовного аналізу, ми загалом підтвердили гіпотезу про те, що режими валютної інтеграції переважно супроводжуються нижчими темпами інфляції та приросту грошової маси, а також нижчими реальними процентними ставками, що компенсується, однак, менш інтенсивними темпами приросту ВВП та експорту.

### 3.3. Соціально-економічні ефекти функціонування Європейського економічного та валютного союзу

Європейський економічний та валютний союз (ЄЕВС) є своєрідним бенчмарком глибинної економічної інтеграції, що наразі не має аналогів у світі. Процес інтеграції країн Західної та Центральної Європи проходив у декілька етапів, починаючи від митного союзу в 1957 р., що поступово трансформувався до повноцінного економічного союзу. В рамках економічного союзу сформувалось ядро держав, що в 1999 р. створили валютний союз, а з 2016 р. – банківський союз. Оголошеними цілями є фіскальний союз та політичний союз, окремі аспекти котрих також починають фрагментарно викристалізовуватись.

Визначальні характеристики згаданих типів союзів постійно потрапляють в дискусійне поле дослідників та практиків і ці питання широко висвітлені в різноплановому масиві наукових джерел, чимало з яких уже згадувались у дослідженні. Проте сьогодні дедалі частіше вказується ще на один тип «союзів», котрий тривалий період перебував «у тіні» вищезгаданих організаційних векторів ЄС: йдеться про соціальний союз.

Важливість соціальної детермінанти ЄЕВС неодноразово підкреслювалась протягом останніх декількох років очільниками Європейської комісії<sup>625</sup>, Європейського парламенту<sup>626</sup> та впливовими європейськими політичними партіями<sup>627</sup>. Зрештою, у 2016 р. Європейська комісія розпочала публічну дискусію щодо так званої «Європейської компоненти соціальних прав» (англ. «*The European Pillar of Social Rights*») – майбутнього «*Acquis communautaire*»

<sup>625</sup> Andor L. Developing the social dimension of a deep and genuine Economic and Monetary Union. *Policy Brief: European Policy Centre*. 2013. URL: [http://www.epc.eu/documents/uploads/pub\\_3707\\_developing\\_the\\_social\\_dimension.pdf](http://www.epc.eu/documents/uploads/pub_3707_developing_the_social_dimension.pdf); European Commission. Tackling the EU's social deficit: Press Release. Press Release<sup>7</sup>, 17 June 2014. URL: [http://europa.eu/rapid/press-release\\_SPEECH-14-471\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_SPEECH-14-471_en.htm) (Last accessed: 02.05.2017).

<sup>626</sup> European Parliament. Resolution: Towards a genuine Economic and Monetary Union, 20 November 2012. URL: <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+TA+P7-TA-2012-0430+0+DOC+XML+V0//EN> (Last accessed 14.02.2017).

<sup>627</sup> Party of European Socialists. Towards a Social Union: Declaration of the PES Ministers for Social Affairs and Employment. Brussels, 27 February 2013.

ЄЕВС у соціальній сфері (інші члени ЄС матимуть можливість приєднатись)<sup>628</sup>. У листопаді 2017 р. була презентована її консолідована версія «Компоненти» із 20 принципів, котрі можна об'єднати у три категорії: рівні можливості та доступ до ринку праці; справедливі умови праці; соціальний захист та інклюзія<sup>629</sup>. Очікується, що затвердження цього документа «перезапустить» соціальну діяльність ЄЕВС та скоротить його «соціальний дефіцит».

Слід зазначити, що питання соціального виміру обговорюється як на рівні ЄЕВС-19, так і на рівні ЄС-28 (в останньому випадку усталеним терміном є «соціальна Європа»). Як відмічали С. Фернандес та К. Маслаускайте, соціальний союз повинен: 1) запобігти жорсткій конкурентній боротьбі між державами-членами ЄС на внутрішньому спільному ринку та зменшити ризик «гонки до дна» (англ. *«race to the bottom»*); 2) сприяти подоланню наслідків боргової кризи в короткотерміновому періоді; 3) забезпечити промоцію громадської підтримки європейської інтеграції<sup>630</sup>. Однак вказані ефекти можуть бути більш очевидними в рамках ЄЕВС, враховуючи тісніший та інтенсивніший характер співпраці між його членами.

Отже, насамперед визначимо соціальні наслідки взаємної фіксації курсів валют і створення валютного союзу (на прикладі ЄЕВС). Варто зауважити, що до моменту створення ЄЕВС серед дослідників домінувало три основні погляди в контексті обраної проблематики<sup>631</sup>:

1. Припущення про значний вплив створення валютного союзу на національні ринки праці із зазначенням при цьому необхідності проведення

---

<sup>628</sup> European Commission. Towards a European Pillar of Social Rights, 17 February 2016. URL: [https://ec.europa.eu/commission/priorities/deeper-and-fairer-economic-and-monetary-union/towards-european-pillar-social-rights\\_en](https://ec.europa.eu/commission/priorities/deeper-and-fairer-economic-and-monetary-union/towards-european-pillar-social-rights_en) (Last accessed 14.02.2017).

<sup>629</sup> European Commission. The European Pillar of Social Rights: going forward together, 23 January 2017. URL: <http://ec.europa.eu/social/main.jsp?langId=en&catId=88&eventsId=1187&furtherEvents=yes> (Last accessed: 14.02.2017).

<sup>630</sup> Fernandes S., Maslauskaitė K. A. Social Dimension for the EMU: Why and How? *Policy Paper, Notre Europe – Jacques Delors Institute*. 2013. No 94. URL: <http://www.notre-europe.eu/media/socialdimensionsforeumfernandesmaslauskaitene-jdissept2013.pdf?pdf=ok>.

<sup>631</sup> Observatoire Social Européen. Economic and Monetary Union, Employment, Social Conditions and Social Benefits: A Literature Survey, 2000. <http://www.eurofound.europa.eu/publications/report/2000/economic-and-monetary-union-employment-URL:social-conditions-and-social-benefits-a-literature-survey>.

подальших реформ (дерегуляції, сприяння гнучкості та ін.). Передбачалось виникнення як позитивних ефектів (інтеграція стимулюватиме зайнятість), так і негативних (т. зв. «кошмар» дерегуляції)<sup>632</sup>.

2. Твердження про ЄЕВС як про вищу форму інтеграції, котра забезпечить умови для використання нового інструментарію політичного регулювання, в тому числі у сфері соціальних відносин. Згідно з цим підходом, створення валютного союзу стане тригером ефекту переливу (англ. «*spill-over effect*») і слугуватиме проміжним кроком на шляху до федеральної структури ЄС і, зрештою, до «соціальної Європи»<sup>633</sup>.

3. Гіпотеза про відсутність значної соціальної доданої вартості від створення ЄЕВС. Згідно з цим підходом, реформи ринку праці визначаються умовами глобальної конкуренції і повинні реалізовуватись паралельно до валютної уніфікації (тобто обидва згадані процеси не є взаємно детерміновані)<sup>634</sup>.

Відповідно до теорії оптимальних валютних зон, валютний союз вимагає високого рівня конвергенції між державами-членами: національні ділові цикли повинні бути синхронізованими; ймовірність асиметричних шоків (як екзогенний, так і ендогенних) має бути зменшена. В разі невиконання згаданих умов асиметрія може компенсовуватись через механізм коригування (а, отже, змінюючи просторову структуру заробітних плат та зайнятості) або ж через фіскальну централізацію (детальніше розглядається в параграфі 2.4).

---

<sup>632</sup> Scharpf F. Negative and Positive Integration in the Political Economy of European Welfare States. Governance in the European Union. United Kingdom: SAGE Publications Ltd, 1996. P. 15–40. DOI: <https://doi.org/10.4135/9781446279328>; Streeck W. Neo-Voluntarism: A New European Social Policy Regime? Governance in the European Union. United Kingdom: SAGE Publications Ltd, 1996. P. 64–94. DOI: <https://doi.org/10.4135/9781446279328>.

<sup>633</sup> Ferner A., Hyman R.. Changing Industrial Relations in Europe. 2 edition. Oxford, OX: Oxford University Press, 1998. 580 p.

<sup>634</sup> Peters T. European Monetary Union and Labour Markets: What to Expect. *International Labour Review*. 1995. Vol. 134. No 3. P. 315.

Ф. Ванденбруке додатково розглядав конвергенцію рівнів освіти та навчання протягом усього життя як важливий фактор симетрії<sup>635</sup>.

Фіскальна централізація, хоч і є основною детермінантою фіскального союзу, може також розглядатись як поступ у напрямку трансформації ЄЕВС відповідно до принципів «держави добробуту» (англ. «*welfare state*») із виконанням таких функцій<sup>636</sup>:

- перерозподілу бюджету від більш успішних соціальних груп до тих, що відчують тимчасові труднощі (т. зв. «функція Робін Гуда»);

- забезпечення більшої стабільності функціонування союзу (чи його окремих членів) під час кризових періодів, а також більш ефективного розподілу доходів у часовій перспективі (т. зв. «функція скарбнички»; англ. «*piggy bank function*»);

- соціального інвестування для розвитку соціального капіталу держав-членів.

Перед початком більш детального аналізу, зауважимо, що згідно слів канцлера ФРН А. Меркель, частка ЄС у світовому населенні становить 7%, у світовому ВВП – 25%, частка ж у світових витратах на забезпечення добробуту перевищує 50%<sup>637, 638</sup>. Останній індикатор свідчить не лише про «щедрість» ЄС, а й про значну залежність від державного фінансування і до певної міри про неефективність і несамодостатність системи формування добробуту.

Аналіз соціальних результатів і наслідків створення ЄЕВС здійснено у такій послідовності:

1. Вплив валютної уніфікації на зайнятість.
2. Мобільність робочої сили та механізм коригування.

<sup>635</sup> Vandenbroucke F. Europe: The Social Challenge Defining the Union's social objective is a necessity rather than a luxury. *Observatoire Social Européen*, Opinion Paper, No. 11 (July 2012). URL: <http://www.frankvandenbroucke.uva.nl/europe-the-social-challenge-defining-the-unions-social-objective-is-a-necessity-rather-than-a-luxury/>.

<sup>636</sup> Begg I., Mushövel F., Niblett R. *The Welfare State in Europe: Visions for Reform*. London: Chatham House, 2015. URL: <https://www.chathamhouse.org/node/18575>.

<sup>637</sup> За даними СБ, цей показник є дещо нижчим і становить 40%.

<sup>638</sup> Peel Q. Merkel warns on cost of welfare. *Financial Times*, 16 December 2012. URL: <https://www.ft.com/content/8cc0f584-45fa-11e2-b7ba-00144feabdc0>.

3. Реальна конвергенція в ЄВВС.

4. Вплив створення ЄВВС на рівень бідності та соціальної відчуженості.

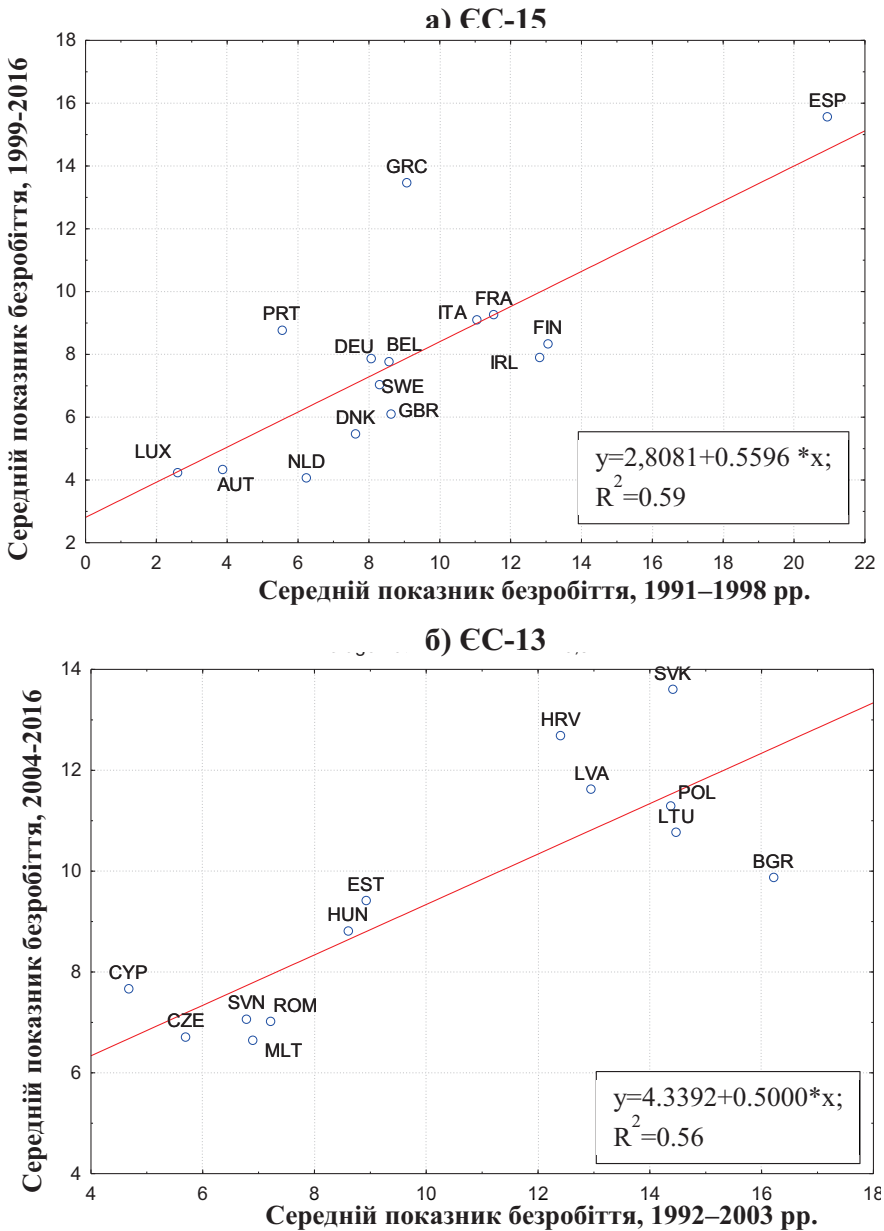
Для детермінації впливу створення ЄВВС на рівень зайнятості ми скористались частиною інструментарію із «хрестоматійної» методології, запропонованої О. Бланшардом і Л. Кацом для оцінювання механізмів коригування зайнятості та мобільності робочої сили між штатами США у відповідь на регіональні шоки<sup>639</sup>.

Протягом останніх 25-ти років у державах-членах ЄС спостерігались доволі значні відмінності у рівнях безробіття, які багато в чому залежали і від року вступу в ЄС (а точніше від рівня розвитку, котрий би дозволяв виконувати Маастрихтські критерії). Для врахування зазначеної особливості ми проводили паралельний аналіз для двох груп держав: ЄС-15 (так звана «стара Європа» – держави-засновники та ті члени, що вступили в ЄС до 1995 р.) та ЄС-13 (або «нова Європа» – члени ЄС після 2004 р.). Ми свідомо не досліджували винятково держави ЄВВС, щоб уникнути ефекту упередження виживання (англ. «*survivorship bias*»), а ввели у вибірку решту членів ЄС, дані щодо котрих будуть використовуватись як контрольні змінні.

На рис. 3.16а зображена діаграма розсіювання середніх рівнів безробіття в ЄС-15 за 1991–1998 рр. (період до введення євро) відносно середніх рівнів безробіття за 1999–2014 рр. Лінія регресії має нахил 0,56 і характеризується коефіцієнтом детермінації  $R^2=0,59$  (тобто показники загалом є взаємозалежними, але відхилення доволі значні). Загалом більшість держав ЄС-15 характеризується зниженням середнього рівня безробіття після введення євро, лише в Греції та Португалії безробіття суттєво зросло після 1999 р. (на 4,4 та 3,3 процентного пункту відповідно). Рівень безробіття в Іспанії є значно вищим, ніж середній показник в ЄС-15, але, разом із тим, Іспанія, як і Ірландія та Фінляндія, демонструє найбільший прогрес після запуску ЄВВС (скорочення безробіття на 5,4 процентного пункту). Варто однак зауважити, що серед держав із суттєвим

<sup>639</sup> Blanchard O., Katz L. Regional Evolutions. *Brookings Papers on Economic Activity*. 1992. Vol. 1. P. 1–75.

зменшенням рівня безробіття, знаходяться також Велика Британія та Данія, котрі не є членами Євросони.



**Рис. 3.16. Діаграма розсіювання показників безробіття в (а) ЄС-15 та (б) ЄС-13**

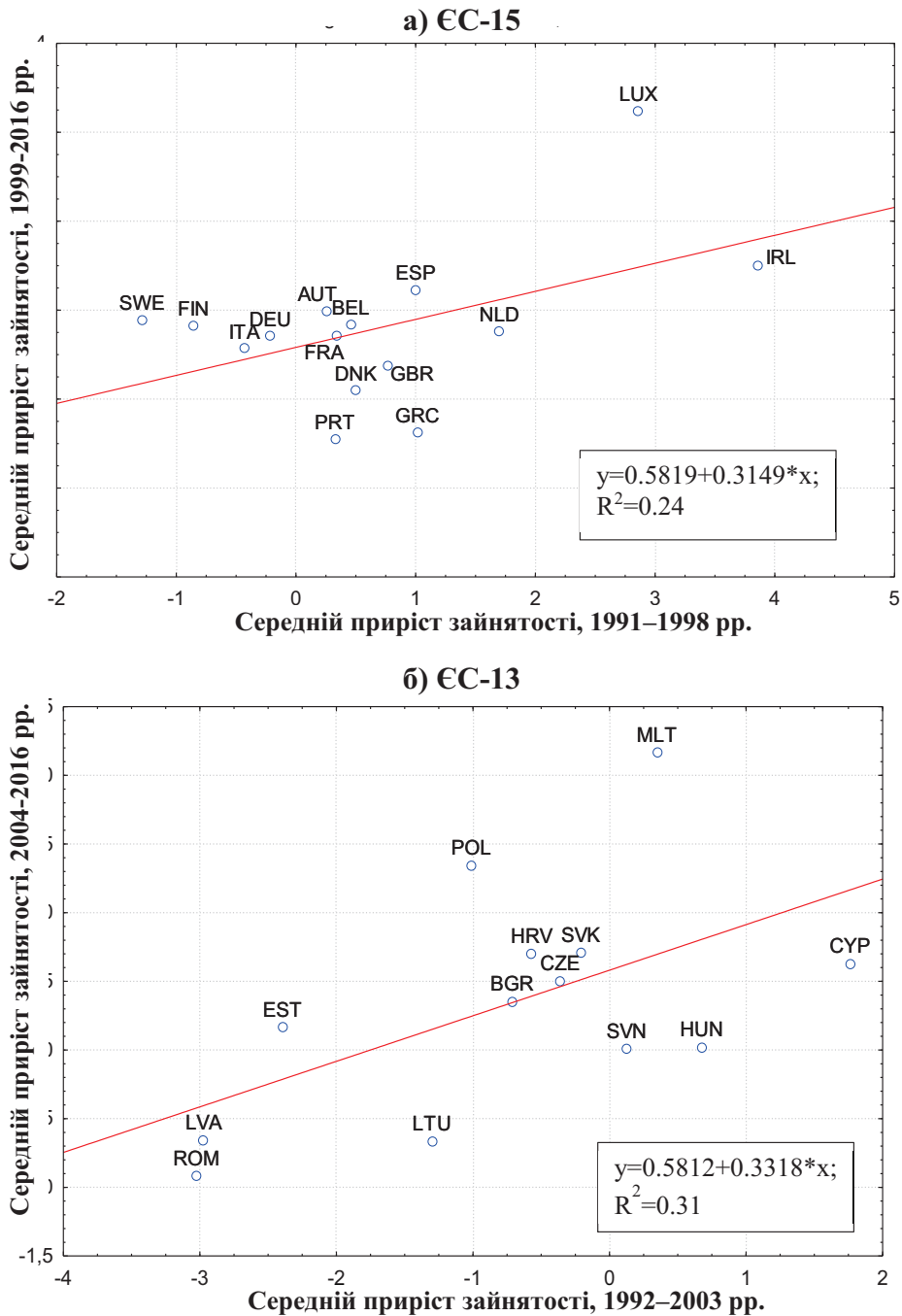
Джерело: складено автором на основі даних: Eurostat. Database, 2017. URL: <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database> (Last accessed: 17.12.2017)



Для більшості держав ЄС-13 переломним був 2004 р., коли десять нових членів вступили в ЄС і сім із них вирішили приєднатись до ЕРМ II чи прив'язати національні валюти до євро (Латвія і Словаччина здійснили цей захід у 2005 р.; Угорщина відмовилась від прив'язки у 2008 р.). Порівняння середніх рівнів безробіття в ЄС-13 за 1991-2003 рр. із періодом 2004-2016 рр. зображено на рис. 3.16б. Лінія регресії має нахил 0,5; коефіцієнт детермінації становить  $R^2=0,69$  (тобто відхилення відповідних показників між двома періодами було менш суттєвим, ніж в ЄС-15).

Загалом держави ЄС-13 характеризуються вищим рівнем безробіття, ніж у членів ЄС-15, проте інтеграція в ЄС позитивно вплинула на стан справ у більшості із них. Однак кореляція між валютною інтеграцією та рівнем безробіття є не зовсім очевидною. Серед держав ЄС-13 найбільший прогрес у скороченні безробіття після 2004 р. демонструють Болгарія (валютна рада із євро), Польща (власна валюта) та Литва (прийняття євро). Проте абсолютний рівень безробіття у трьох згаданих державах залишається серед найвищих в ЄС. Лише в Кіпрі середній рівень безробіття суттєво зріс у більш сучасному періоді (4,7% до 2003 р. порівняно із 7,7% протягом 2004–2016 рр.). Зміни показника безробіття у решти держав ЄС-13 були не надто суттєвими ( $\pm 1\%$ ).

Щоправда рівень безробіття не може вважатись основним індикатором, що характеризує ринок робочої сили. Більш важливим є темп приросту рівня зайнятості. За цим показником більшість держав ЄС демонструє позитивну динаміку після створення ЄЕВС. Діаграми розсіювання темпів приросту зайнятості наведена на рис. 3.17: для держав ЄС-15 порівнюються періоди 1991–1998 рр. та 1999–2016 рр. (рис. 3.17а); для ЄС-13 – 1992–2003 рр. та 2004–2016 рр. (рис. 3.17б). Коефіцієнти детермінації в обох вибірках були доволі низькими ( $R^2=0,24$  на рис. 3.17а та  $R^2=0,31$  на рис. 3.17б), що свідчить про значну варіативність даних в обох періодах.



**Рис. 3.17. Діаграма розсіювання темпів приросту зайнятості  
в (а) ЄС-15 та (б) ЄС-13**

*Джерело:* складено автором на основі даних: Eurostat. Database, 2017. URL: <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database> (Last accessed: 17.12.2017)

Найбільший прогрес спостерігався серед держав «нової» Європи, для котрих середній темп приросту зайнятості після 2004 року був вищим, ніж у попередньому періоді (за винятком Кіпру, Угорщини та Словенії). Для ЄС-15 ситуація не є настільки однозначною: в Ірландії, Греції, Нідерландах та Португалії середній приріст зайнятості був нижчим після переходу до євро, тоді як Швеція, Фінляндія, Італія та Німеччина характеризувались позитивною динамікою за аналогічний період.

Загалом ситуація на ринку робочої сили держав-членів ЄЕВС покращується, хоча рівень безробіття продовжує залишатися високим. З 2014 р. вперше після глобальної та боргової криз починає спостерігатись невелика конвергенція умов ринку робочої сили. За даними Європейської комісії<sup>640</sup>, рівень безробіття в ЄЕВС зменшився на 2% з моменту пост-кризового відновлення, але досі залишається вищим від докризового середнього значення, що становило 10,1%. Зберігається висока дивергенція за показником безробіття – від 23,5% у Греції до 4,3% у Німеччині.

Згідно з теорією оптимальних валютних зон, мобільність робочої сили є однією із ключових умов процесу коригування, що дозволяє зберегти певний рівень дивергенції між державами-членами, а також робить асиметричні шоки менш руйнівними (детальніше розкрито в п. 2.4). Низький рівень внутрішньої мобільності є одним із традиційних аргументів, згідно з якими ЄЕВС не може вважатись оптимальною валютною зоною (іншими ознаками «неоптимальності» є відсутність наднаціонального фіскального механізму акумуляції та трансферів, висока диференціація внутрішніх цін, низька торговельна відкритість, відмінності національних економічних структур тощо)<sup>641</sup>.

---

<sup>640</sup> European Commission. Report on the Euro Area: Commission Staff Working Document. URL: [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/2017-european-semester-recommendation-euro-area-staff-working-document\\_en\\_0.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/2017-european-semester-recommendation-euro-area-staff-working-document_en_0.pdf).

<sup>641</sup> Mongelli F. P. European Economic and Monetary Integration, and the Optimum Currency Area Theory. *European Economy. Economic Papers*. 2008. No. 302. URL: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/pages/publication12081\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication12081_en.pdf).

До створення ЄЕВС рівень мобільності робочої сили між його майбутніми членами був далеким від рівня, котрий існував між штатами США<sup>642</sup>. Однак протягом останнього десятиліття відмічається певний прогрес у даному напрямку. Зростання мобільності в рамках ЄЕВС передусім асоціюється із вектором «схід-захід» після розширення ЄС у 2004 р. Тим не менше, помірні темпи зростання мобільності спостерігаються також серед держав «старої» Європи. У 2013 р. близько 4% населення ЄС працездатного віку проживали в державах-членах ЄС, відмінних від держав народження. Для порівняння, у США цей показник становить 30%<sup>643</sup>.

Частка іноземно-народженої популяції значною мірою варіює поміж державами ЄЕВС. На рис. 3.18 наведена частка населення працездатного віку, народженого у відмінних від резиденції державах ЄС та за межами ЄС. Діаграма містить як першу, так і другу (громадяни, народжені в ЄЕВС але від батьків іноземного або змішаного походження), генерації іммігрантів. Загальна кількість іммігрантів ЄЕВС працездатного віку з-за меж ЄС значно перевищує кількість іммігрантів з інших держав ЄС (11,5 та 6,9 млн. осіб відповідно).

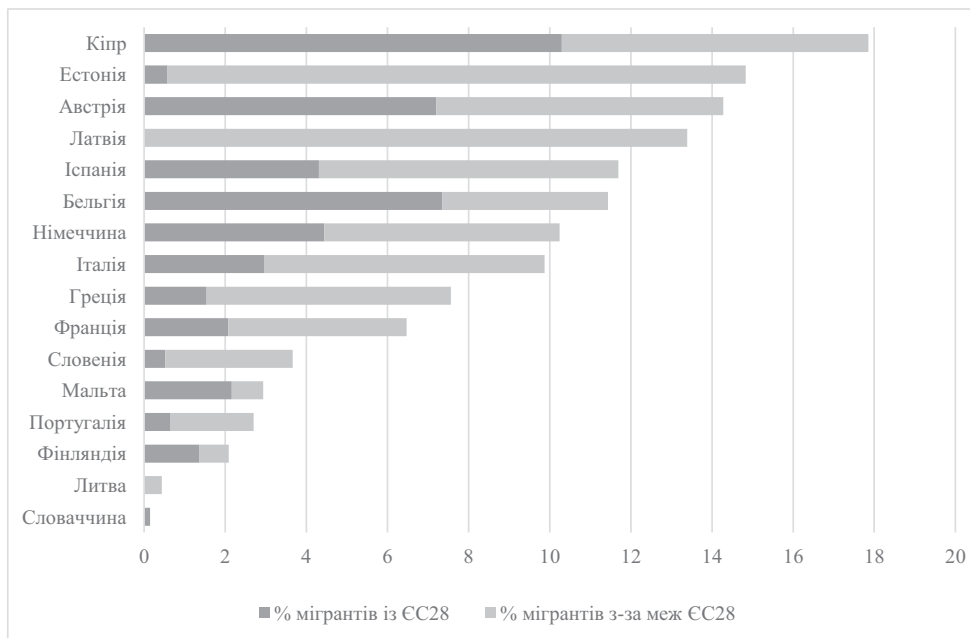
Отже, на перший погляд, характеристики мобільності робочої сили не дають підстав для твердження про можливість функціонування достатньо ефективного механізму коригування в ЄЕВС, однак посткризова динаміка викликає сподівання щодо зростання ролі мобільності як коригуючого фактора.

Вважаємо за доцільне навести також результати декількох нещодавніх досліджень, метою котрих було виявлення впливу валютної інтеграції на структуру міграції та процес коригування. Особливо варто звернути увагу на два умовиводи із праці А. Арпайя та співавторів<sup>644</sup>.

<sup>642</sup> Dao M., Furceri D., Loungani P. Regional Labor Market Adjustments in the United States and Europe. *IMF Working Paper*. 2014. No 14/26. P. 37.

<sup>643</sup> Arpaia A., Kiss A., Palvolgyi B., Turrini A. Labour mobility and labour market adjustment in the EU European Economy. *Economic Papers*. 2014. No. 539. URL: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/economic\\_paper/2014/ecp539\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/economic_paper/2014/ecp539_en.htm).

<sup>644</sup> Arpaia A., Kiss A., Palvolgyi B., Turrini A. Labour mobility and labour market adjustment in the EU European Economy. *Economic Papers*. 2014. No. 539. URL: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/economic\\_paper/2014/ecp539\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/economic_paper/2014/ecp539_en.htm).



**Рис. 3.18. Частка працездатного населення ЄЕВС, народженого в інших державах ЄС та за його межами**

*Примітка:* для кращої візуалізації діаграма не містить дані щодо Люксембургу, для якого характерна найвища частка іммігрантів у загальній чисельності населення (38% з інших держав ЄС; 9 – з-за меж ЄС); повністю відсутні дані щодо Данії та Ірландії; частково відсутні – щодо Латвії, Литви та Словаччини.

*Джерело:* складено автором на основі даних: Eurostat. Eurostat special extraction from the European Labour Force Survey, 2014. URL: [http://ec.europa.eu/eurostat/web/lfs/data/database?p\\_p\\_id=NavTreeportletprod\\_WAR\\_NavTreeportletprod\\_INSTANCE\\_IFjhoVbmPFHt&p\\_p\\_lifecycle=0&p\\_p\\_state=normal&p\\_p\\_mode=view&p\\_p\\_col\\_id=column-2&p\\_p\\_col\\_count=1](http://ec.europa.eu/eurostat/web/lfs/data/database?p_p_id=NavTreeportletprod_WAR_NavTreeportletprod_INSTANCE_IFjhoVbmPFHt&p_p_lifecycle=0&p_p_state=normal&p_p_mode=view&p_p_col_id=column-2&p_p_col_count=1) (Last accessed: 09.02.2017).

По-перше, на основі гравітаційного моделювання потоків мобільностей між парами держав із низкою пояснювальних та фіктивних змінних було виявлено такі значущі фактори, що впливають на вектор і масштаб міграції: кількість населення обох держав; ВВП на душу населення та рівень безробіття у державі-реципієнті порівняно із державою-донором робочої сили; відстань; лінгвістична подібність; наявність історичних колоніальних відносин між державами; структура міграції в минулому. Членство обох держав в ЄС підвищує інтенсивність взаємної мобільності на 25%. Членство в ЄЕВС не впливає на перебіг міграції, однак само по собі воно інтенсифікує міграцію в напрямку держав із відносно низьким рівнем безробіття, особливо під час кризи. Дослідники роблять висновок, що міграційні потоки такі сприяють

коригуванню асиметричних шоків в ЄЕВС більшою мірою, ніж між іншими державами<sup>645</sup>.

По-друге, використовуючи методологічний апарат із уже згаданої праці О. Бланшарда та Л. Каца<sup>646</sup>, дослідники застосували панельну векторну модель авторегресії з двома лагами для держав ЄС-15 з оцінюванням логарифмічного виміру рівня зайнятості (визначеного як одиниця за мінусом рівня безробіття). Результати дослідження продемонстрували, що введення спільної валюти приводить до більш оперативної реакції на асиметричні шоки попиту через мобільність робочої сили та зміну реальних заробітних плат<sup>647,648</sup>.

Дослідження Організації економічного співробітництва та розвитку (ОЕСР)<sup>649</sup>, присвячене аналізу міграційних змін, викликаних асиметричними шоками на ринках праці ЄС та США у перед- та пост-кризові періоди, виявило доволі цікаві тенденції. Дослідження ґрунтувалось на застосуванні різних типів регресійних моделей відносно даних щодо безробіття (в тому числі тривалим – т. зв. англ. «*non-employment*») на двох регіональних рівнях. Аналіз підтвердив, що міграційна реакція в США до кризи, дійсно, була помітнішою, ніж в Європі. Проте після глобальної кризи ситуація змінилась, і на сьогодні міграція в Європі дедалі частіше інтенсифікується у відповідь на шоки ринку праці, тоді як внутрішня міграція в США суттєво знизилась.

Звіт ОЕСР також містить твердження про те, що економічний розрив у рамках ЄЕВС став рушійним фактором зростання еміграції з південних периферійних держав та Ірландії. Однак цей феномен сам по собі не може бути панацеєю від негативних шоків і ринкових диспропорцій. Більш того,

<sup>645</sup> Arpaia et al. Labour Mobility and Labour Market Adjustment in the EU.

<sup>646</sup> Blanchard O., Katz L. Regional Evolutions. *Brookings Papers on Economic Activity*. 1992. Vol. 1. P. 1–75.

<sup>647</sup> Arpaia et al. Labour Mobility and Labour Market Adjustment in the EU.

<sup>648</sup> Blanchard O., Katz L. Regional Evolutions. *Brookings Papers on Economic Activity*. 1992. Vol. 1. P. 1–75.

<sup>649</sup> Jauer J., Liebig T., Martin J. P., Puhani P. Migration as an Adjustment Mechanism in the Crisis? A Comparison of Europe and the United States. *OECD Social, Employment and Migration Working Papers*. Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development, 9 January 2014. URL: <http://www.oecd-ilibrary.org/content/workingpaper/5jzb8p51gvhl-en>.

коригування через міграцію в ЄЕВС відбувається переважно завдяки припливу робочої сили із «нової» Європи та з-за меж ЄС/ЄАВТ<sup>650</sup>.

Не можна не згадати й той факт, що ЄС (в тому числі і ЄЕВС) зазнав безпрецедентного напливу біженців з-за меж Європи, що також впливає на соціальне середовище регіону. За даними Європейської комісії<sup>651</sup>, протягом 2015–2016 рр. понад 2,2 млн. біженців із Сирії, країн Північної Африки та інших регіонів подали заявки на отримання статусу шукача притулку в ЄС; 41% із них становили молоді чоловіки віком від 18 до 34 років. У середньому останні потоки біженців вирізняються меншим рівнем освіти (на 16 процентних пунктів більша частка осіб лише із базовою освітою), нижчою економічною активністю (-3 процентних пункти), меншою частотою працевлаштувань (-9 процентних пунктів), особливо у випадку жінок (-15 процентних пунктів), і більшою схильністю до бідності порівняно із місцевими візаві. Натуралізація підвищує їх шанси на отримання зайнятості (на 12 процентних пунктів вищий рівень зайнятості), однак не є автоматичною гарантією повної інтеграції – біженці другого покоління, тобто народжені в ЄС, також перебувають у зоні значного соціального ризику.

Підсумовуючи, можна зазначити, що загалом позитивній тенденції до вільнішого ринку праці в ЄЕВС/ЄС значною мірою загрожує зміна геополітичної мапи світу та наплив шукачів притулку. Останні фактори змінюють погляди спільноти ЄС в напрямку більш закритих позицій, що в майбутньому може призвести до втрати здатності протистояти асиметричним шокам через механізм коригування.

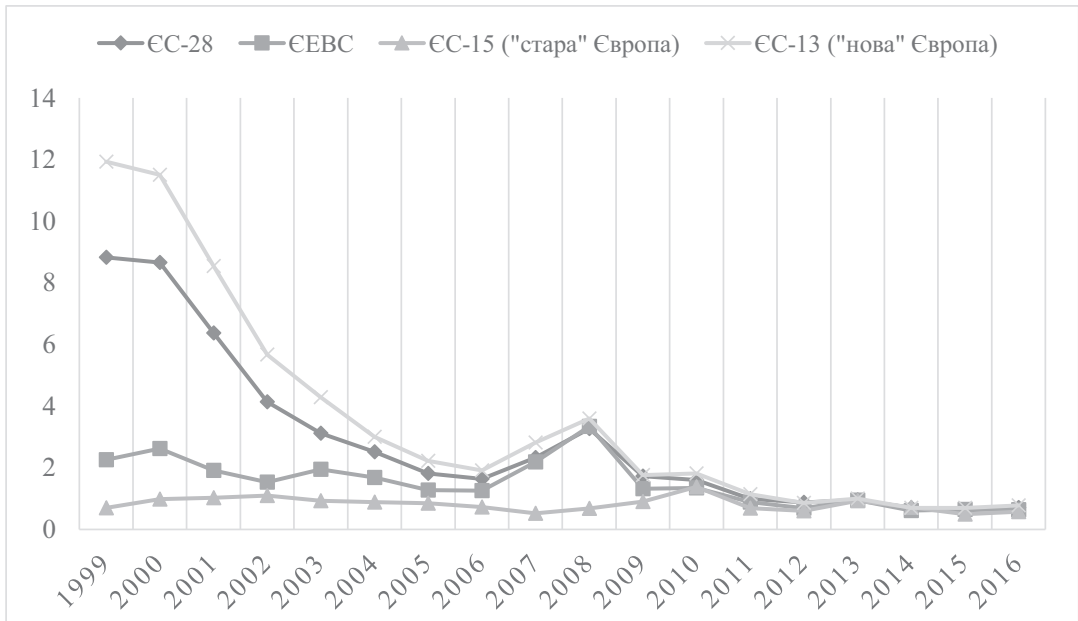
При створенні ЄЕВС поширеною була думка про те, що введення спільної валюти та набір Маастрихтських критеріїв суттєво знизять рівень дивергенції

---

<sup>650</sup> Jauer J., Liebig T., Martin J. P., Puhani P. Migration as an Adjustment Mechanism in the Crisis? A Comparison of Europe and the United States. *OECD Social, Employment and Migration Working Papers*. Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development, 9 January 2014. URL: <http://www.oecd-ilibrary.org/content/workingpaper/5jzb8p51gvhl-en>.

<sup>651</sup> Employment and Social Development in Europe 2016. *European Commission*. 2016. URL: <http://ec.europa.eu/social/main.jsp?catId=738&langId=en&pubId=7952&type=2&furtherPubs=yes>.

між членами альянсу. Проте за понад 15 років функціонування валютному союзу вдалось досягнути лише номінальної конвергенції (тобто відносної схожості темпів інфляції та рівнів процентної ставки), тоді як реальна конвергенція (подібність реальних доходів на душу населення) залишається все-ще недосягнутою.



**Рис. 3.19. Стандарти відхилення значень гармонізованого індексу споживчих цін в ЄС та ЄВВС**

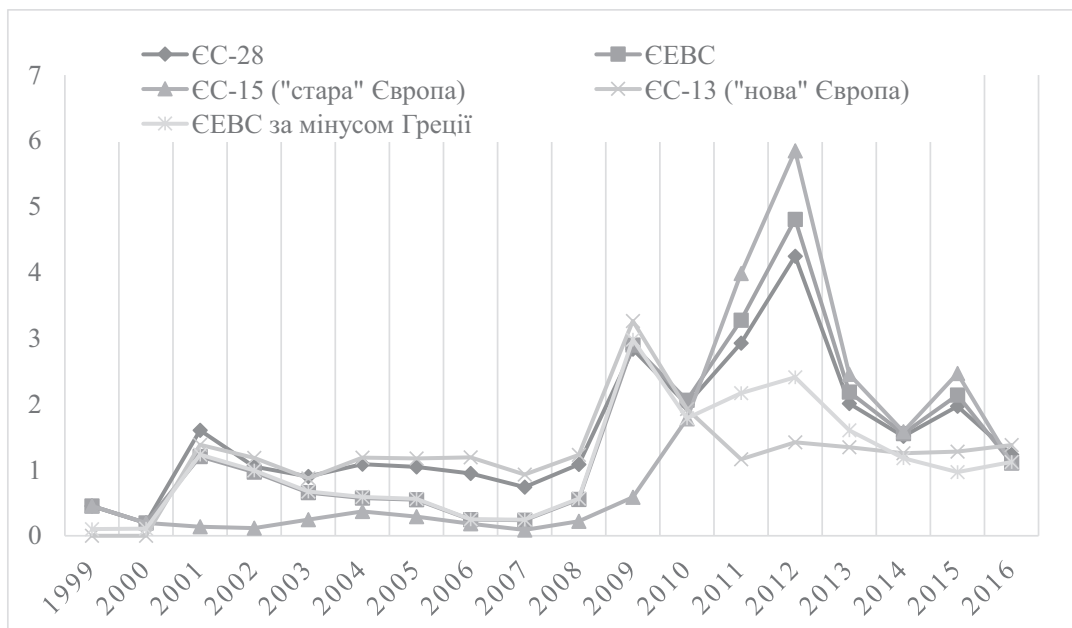
*Джерело:* складено автором на основі даних: Eurostat. Database, 2017. URL: <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database> (Last accessed: 17.12.2017).

Так, графіки, наведені на рис. 3.19, ілюструють той факт, що після 1999 р. розпочалось різке зменшення дисперсії гармонізованого індексу споживчих цін в усьому ЄС, що поступово зрівнявся з аналогічним показником по ЄВВС. Насамперед прогрес в даному напрямку спостерігався серед нових членів ЄС, так як у «старій» Європі темпи інфляції були практично ідентичними ще до введення євро.

Довготермінові процентні ставки також суттєво зменшились по всьому ЄС вслід за трендом заданим ЄВВС. Після 1999 р. середній діапазон їх значень перебував в межах 4–5%, стимулюючи офіційний і приватний позиковий «бум» у периферійних державах (хоча ще в 1995 р. у більшості держав ЄС рівень



довготермінових процентних ставок перевищував 10%). Що ж до ЄЕВС, то диференціал процентних ставок між його членами був практично ліквідований до розгортання глобальної кризи 1998 р. У посткризовий період дисбаланси поточних рахунків призвели до підвищення процентних ставок за довготерміновими облігаціями деяких членів ЄЕВС (насамперед у Греції, Угорщині, Румунії, Латвії та Португалії), проте поступово флюктуація знову зменшується (рис. 3.20).



**Рис. 3.20. Стандартні відхилення значень довготермінових процентних ставок в ЄС та ЄЕВС**

*Примітка:* відсутні дані щодо Естонії.

*Джерело:* складено автором на основі даних: Eurostat. Database, 2017. URL: <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database> (Last accessed: 17.12.2017).

Що ж стосується реальної конвергенції, то ключові її стримуючі фактори доволі різноманітні:

1. Низькі темпи зростання продуктивності, що, серед іншого, детермінуються зниженням конкурентоспроможності «європериферійних» держав після впровадження євро (витрати на одиницю робочої сили у них зростали набагато швидше порівняно із «центром»). Графіки на рис. 3.21 демонструють той факт, що після створення ЄЕВС і до початку глобальної

фінансової кризи, найменший приріст номінальних витрат на одиницю робочої сили був у Німеччині, Австрії та Франції. Очевидним є контраст із значно вищим приростом, типовим для Словаччини та прибалтійських держав. В ідеалі такі диспропорції мали би стати підґрунтям для реальної конвергенції, однак, натомість, потоки капіталів частіше спрямовувались у сектор нерухомості (стрімко підвищуючи її вартість) чи на зростання офіційного споживання, а не на більш продуктивні цілі<sup>652</sup>.

2. Реверс припливу капіталу після початку боргової кризи. Значні надходження капіталу (як офіційного, так і приватного) до так званих PIGS держав (Португалія, Італія, Ірландія, Греція, Іспанія) та нових членів ЄВС, що здійснювались за десятиліття до суверенної боргової кризи, раптово змінились суттєвим його відпливом (явище отримало назву англ. *«sudden stops»*). Наприклад, в Ірландії обсяг такого відпливу сягнув 70% від національного ВВП у червні 2012 р.<sup>653</sup>. Такий відплив також змістив номінальні витрати на одиницю робочої сили, як зображено на рис. 3.21, після 2009 р., а також призвів до кредитних бумів і крахів на периферії ЄВС. Банківські системи, що стали залежним від іноземних кредитів, опинились під загрозою колапсу, а уряди, котрі почали «рятувати» банки, отримали ще вищі рівні дефіцитів.

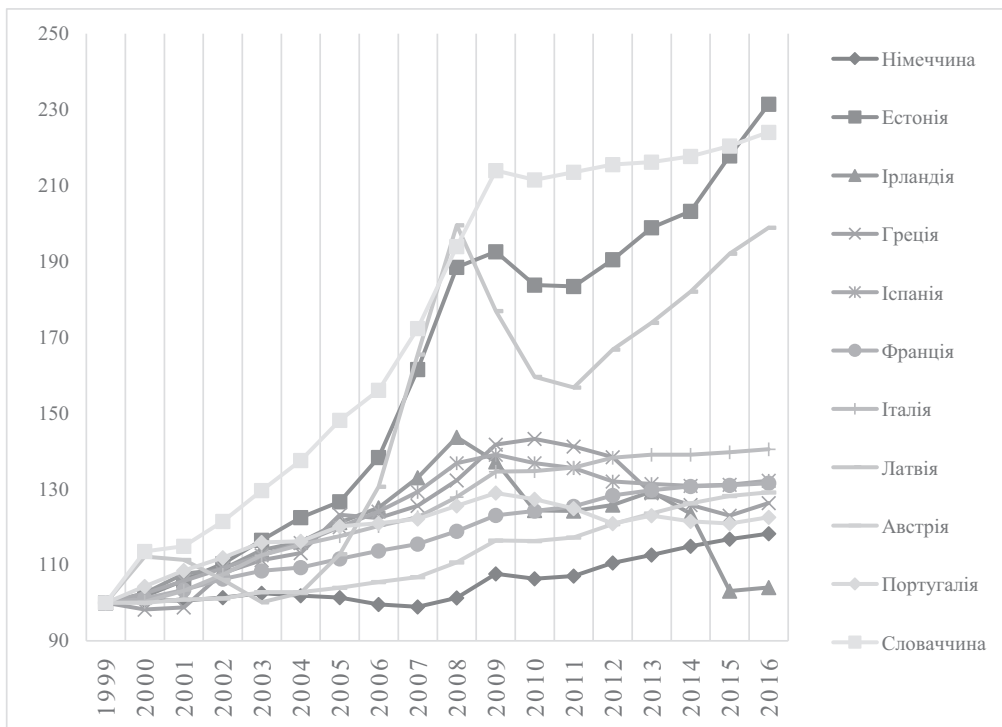
3. Слабке управління та нестача примусу. Нещодавня фінансова криза продемонструвала, що механізм самокорегування в ЄС існує лише як теоретична концепція, а самій структурі управління властива низка суттєвих вразливостей. Проте варто відмітити деякий прогрес в даному аспекті (реформування ринків праці та товарів, децентралізація системи встановлення заробітних плат, реформа компоненти перерозподілу добробуту тощо).

Із введення спільної валюти в ЄВС був втрачений такий внутрішній регулятивний інструмент, як валютний курс. А отже, будь-яка втрата

<sup>652</sup> Paternoster D., Zoppe A. Overview of EMU. In-Depth Analysis. *European Parliament*. Policy Department Economic and Scientific Policy, June 2016. [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2016/578970/IPOL\\_IDA\(2016\)578970\\_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2016/578970/IPOL_IDA(2016)578970_EN.pdf).

<sup>653</sup> Paternoster D. and Zoppe A. Overview of EMU. In-Depth Analysis.

конкурентоспроможності може бути компенсована або через зменшення собівартості (переважно за рахунок заробітних плат), або через зростання продуктивності. Остання умова здебільшого не залишається реалізованою, що призводить до посилення дивергенції.

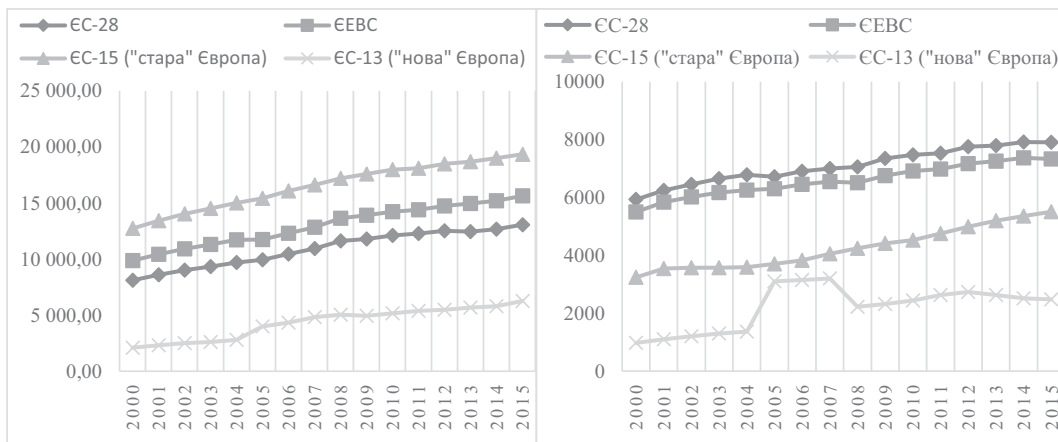


**Рис. 3.21. Приріст номінальних витрат на одиницю робочої сили в деяких державах ЄВЕС (1999 р.=100%)**

*Джерело:* складено автором на основі даних: Eurostat. Database, 2017. URL: <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database> (Last accessed: 17.12.2017).

Однак середній щорічний заробіток постійно зростає як у «старих», так і «нових» членах ЄВЕС (рис. 3.22а). Проте водночас зростає також дивергенція в рамках об'єднання (рис. 3.22б). Наприклад, щорічний чистий заробіток у Люксембурзі у 2015 р. становив 28 800 євро, що майже в 10 разів вище від аналогічного показника в Болгарії. Звісно, рівень цін відрізняється між державами-членами ЄВЕС, що частково компенсує даний диспаритет.

Наприклад, у Люксембурзі рівень цін приблизно в три рази вищий, ніж у Болгарії (згідно з індексом цін на споживчі витрати домогосподарств)<sup>654</sup>.



**Рис. 3.22. Середні щорічні чисті заробітки (а) та їх стандартні відхилення (б) в ЄС та ЄЕВС**

*Примітка:* чисті щорічні заробітки розраховані для одинокої особи без дітей і відповідають 67% середньостатистичних працівників

*Джерело:* складено автором на основі даних: Eurostat. Database, 2017. URL: <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database> (Last accessed: 17.12.2017).

Для забезпечення соціального захисту працівників у 15 державах ЄЕВС із 19 (окрім Австрії, Кіпру, Фінляндії та Італії) встановлено мінімальний рівень заробітних плат. Відповідно до їх розміру за станом на 1.01.2017 р. можна виокремити таких три групи держав<sup>655</sup>:

- 1) менше 500 євро: Латвія і Литва (380), Словаччина (435), Естонія (470);
- 2) 500–1000 євро: Португалія (650), Греція (684), Мальта (736), Словенія (805), Іспанія (826);
- 3) понад 1 000 євро: Франція (1480), Німеччина (1498), Бельгія (1532), Нідерланди (1552), Ірландія (1563) та Люксембург (1999).

Порівняно з 2008 р. мінімальні заробітні плати зросли в усіх державах ЄС, окрім Греції. Найбільше зростання мінімального порогу заробітних плат за період із 2008 р. по 2017 р. зафіксовано у Болгарії (109%), Румунії (99%) та Словаччині (80%). Отже, можна вести мову про те, що деякий прогрес у поступі

<sup>654</sup> Eurostat. Database, 2017. URL: <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database> (Last accessed: 17.12.2017).

<sup>655</sup> *Ibid.*

до реальної конвергенції державами ЄС (та ЄЕВС) все таки спостерігається, однак досягнення рівнів номінальної конвергенції потребує чималих зусиль.

Зменшення бідності та соціальної виключеності визначено серед основних пріоритетів Європейської комісії, що зазначено також як одна із цілей Стратегії «Європа-2020» (заплановано зменшення на 20 млн. кількості осіб, котрі характеризуються ризиком бідності та соціальної виключеності за індикатором AROPE<sup>656</sup>). Індикатор AROPE оцінює три соціальні підгрупи: 1) резиденти із низьким рівнем доходів порівняно із рештою спільноти (т. зв. відносна чи грошова бідність); 2) особи, що відчувають сувору матеріальну нужду; 3) домашні господарства із дуже низькою інтенсивністю праці.

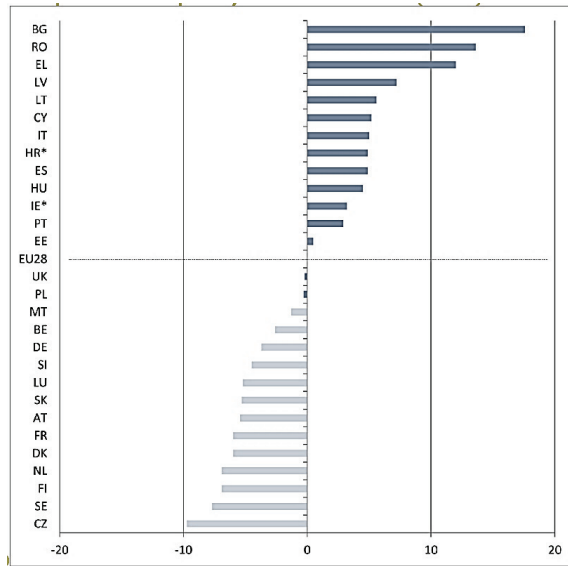
Згідно з даними звіту Європейської комісії по соціальній інклюзії<sup>657</sup>, у 2015 р. частка осіб, для котрих характерні критерії AROPE, знову досягла докризового рівня 2008 р. і становить 23,7% населення ЄС (близько 119 млн. осіб). Відносна/грошова бідність властива 17,3% населення; сувора матеріальна нужда – 8,1%; безробітні домогосподарства – 10,5%. Візуальний розподіл бідності наведений на рис. 3.23.

Як і у разі безробіття, відсутній очевидний зв'язок між валютною інтеграцією і ризиком бідності та соціальної виключеності. Згаданий ризик властивий для понад треті населення Болгарії (41,3% населення), Румунії (37,3%), Греції (35,7%) та Латвії (30,9%). На протилежному боці спектру знаходяться Чеська Республіка (14,0%), Швеція (16,0%), Нідерланди та Фінляндія (по 16,8%).

<sup>656</sup> Аббревіатура з англ. «*At risk of poverty or social exclusion*»

<sup>657</sup> European Commission. European Semester: Thematic factsheet – Social inclusion – 2016. URL: [https://ec.europa.eu/info/files/european-semester-thematic-factsheet-social-inclusion-2016\\_en](https://ec.europa.eu/info/files/european-semester-thematic-factsheet-social-inclusion-2016_en) (Last accessed: 08.02.2017).

Згідно з даними звіту Європейської комісії<sup>658</sup>, із 2010 р. у державах-членах ЄС зменшився середній рівень бідності із 25,9% до 17,3%. Однак ефективність витрат на подолання бідності значною мірою відрізняється в рамках ЄС. Дані, наведені на рис. 3.24, демонструють міру ефективності (здатність витрат генерувати найвищий результат) і віддачі<sup>659</sup> (максимальний вплив на рівні безробіття та економічного зростання за мінімуму витрат) заходів із подолання бідності.



**Рис. 3.23. Частка осіб, для котрих існує ризик бідності та соціальної виключеності (2015 р.): дані стандартизовані відповідно до середнього індикатора по ЄС-28 (23,7%)**

*Примітка:* для Угорщини та Ірландії наведені дані за 2014 р.

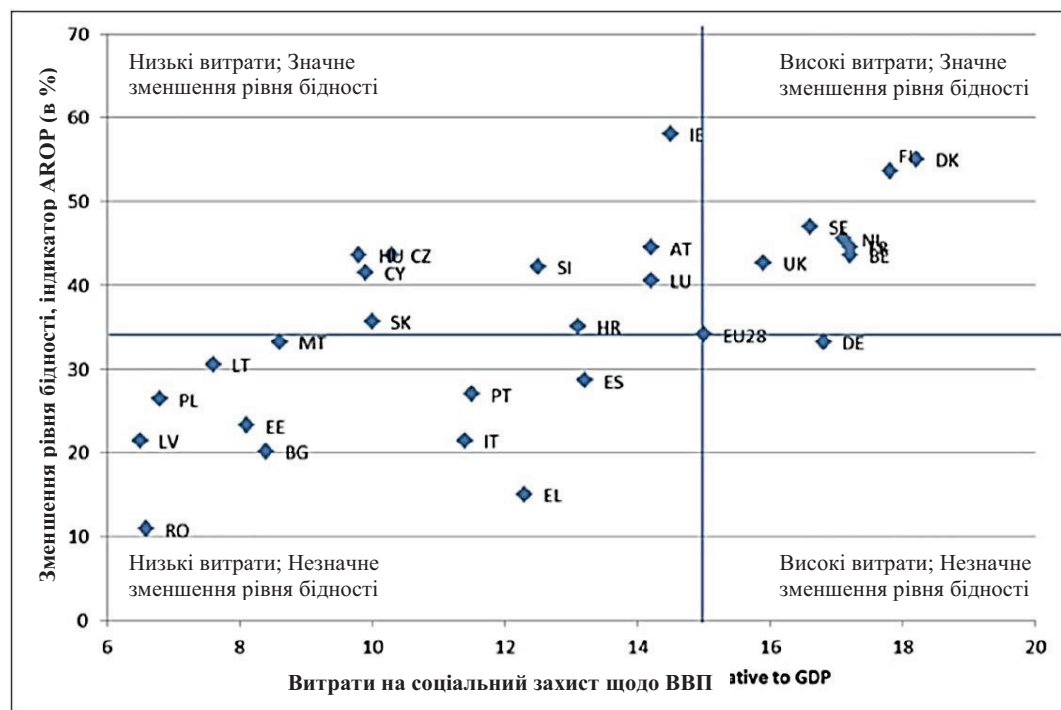
*Джерело:* European Commission. European Semester: Thematic factsheet – Social inclusion – 2016. URL: [https://ec.europa.eu/info/files/european-semester-thematic-factsheet-social-inclusion-2016\\_en](https://ec.europa.eu/info/files/european-semester-thematic-factsheet-social-inclusion-2016_en) (Last accessed: 08.02.2017d).

Найбільш ефективними заходи соціальної допомоги були в Ірландії, Данії, Фінляндії та Швеції. Але в контексті віддачі можна виокремити соціальну політику Угорщини, Кіпру, Чехії та Словаччини. Найменш ефективними

<sup>658</sup> European Commission. European Semester: Thematic factsheet – Social inclusion – 2016. URL: [https://ec.europa.eu/info/files/european-semester-thematic-factsheet-social-inclusion-2016\\_en](https://ec.europa.eu/info/files/european-semester-thematic-factsheet-social-inclusion-2016_en) (Last accessed: 08.02.2017).

<sup>659</sup> Терміни «ефективність» та «віддача» не повністю передають зміст англійських термінів використаних в оригіналі звіту (англ. «effectiveness» та «efficiency»).

виявились заходи Румунії, Греції, Болгарії, Італії та Латвії. Греція та Італія перебувають також у переліку держав із найменшим рівнем віддачі. Отже, наявність єдиної валюти не є гарантією для отримання суттєвого соціального ефекту і в цьому випадку також.



**Рис. 3.24. Вплив соціальних трансферів на зниження рівня бідності в ЄЕВС та ЄС, 2014 р.**

*Джерело:* European Commission. European Semester: Thematic factsheet – Social inclusion – 2016. URL: [https://ec.europa.eu/info/files/european-semester-thematic-factsheet-social-inclusion-2016\\_en](https://ec.europa.eu/info/files/european-semester-thematic-factsheet-social-inclusion-2016_en) (Last accessed: 08.02.2017d)..

Основні соціальні пріоритети ЄС на найближче майбутнє були оголошені в 2013 р. Міністерством зайнятості та соціальних справ ЄС і охоплюють такі сфери: безробіття; безробіття та неактивність молоді; доходи домашніх господарств; бідність та нерівність<sup>660</sup>. Для ЄЕВС протягом останніх п'яти років характерно зростання диспропорцій за усіма наведеними напрямками, зокрема якщо розглядати ситуацію в розрізі «центру» (чи «Півночі») та «периферії»

<sup>660</sup> Andor L. Developing the social dimension of a deep and genuine Economic and Monetary Union. *Policy Brief: European Policy Centre*. 2013. URL: [http://www.epc.eu/documents/uploads/pub\\_3707\\_developing\\_the\\_social\\_dimension.pdf](http://www.epc.eu/documents/uploads/pub_3707_developing_the_social_dimension.pdf).

(«Півдня»). Особливо це стосується дивергенції рівнів безробіття серед так званих *NEETs*<sup>661</sup> – молодих людей, котрі не працюють, не навчаються і не зайняті професійною підготовкою.

Таблиця 3.19

## Типи держав добробуту в ЄВЭС

Тип Ознаки	Англо- саксонська	Середземноморська	Континентальна	Нордична
Загальна мета системи	Подолання бідності та соціальної виключеності	Захист працівників від негативів ринку праці та ризиків, пов'язаних із життєвим циклом	Захист працівників від негативів ринку праці та ризиків, пов'язаних із життєвим циклом	Зменшення загальної нерівності
Основні критерії доступу до благ добробуту	Забезпеченість засобами	Зайнятість	Зайнятість	Громадянство
«Щедрість» благ добробуту	Низька	Низька в середньому, однак залежить від бенефіціара благ (інсайдери/ аутсайдери ринку праці)	Висока в середньому, однак залежить від бенефіціара благ (інсайдери/ аутсайдери ринку праці)	Висока
Регулювання ринку праці	Низький рівень захисту працівників; політика регулювання ринків праці за залишковим принципом	Високий рівень захисту працівників; значний акцент на пасивному регулюванні ринків праці	Високий рівень захисту працівників; значний акцент на пасивному регулюванні ринків праці	Низький рівень захисту працівників; значний акцент на активному регулюванні ринків праці
Рівень соціальних витрат	Низький	Низький	Високий	Високий
Ступінь соціальної нерівності	Високий	Високий	Середній	Низький
Типові приклади держав	Ірландія	Італія, Іспанія, Греція, Португалія	Німеччина, Франція, Австрія, Нідерланди	Фінляндія

*Джерело:* адаптовано за: Fernandes S., Maslauskaitė K. A. Social Dimension for the EMU: Why and How? *Policy Paper, Notre Europe – Jacques Delors Institute*. 2013. No 94. URL: <http://www.notre-europe.eu/media/socialdimensionsforeumfernandesmaslauskaitene-jdissept2013.pdf?pdf=ok>.

Загалом існує два підходи щодо майбутніх соціальних вимірів ЄВЭС. Згідно з першим підходом, акцент робиться на тому, що регулювання безробіття

<sup>661</sup> Англ. «neither in employment, education or training».



та соціальна політика мають бути прерогативою національних урядів. Основною аргументацією даного підходу є те, що, враховуючи різноманіття національних соціальних моделей, доволі важко розробити спільну гармонізовану соціальну політику (табл. 3.19). Відповідно повноваження ЄЕВС не повинні виходити за рамки плавного функціонування валютної чи фінансової зони, сумісної із диверсифікованими національними моделями.

Другий підхід ґрунтується на припущенні про те, що соціальний вектор має бути основним в усіх політичних ініціативах ЄЕВС, враховуючи, що на соціальний аспект часто впливають політичні заходи різного спрямування. Однак зазначається, що немає необхідності виділяти додаткові компоненти (чи т. зв. «опорні стовпи» (англ. «pillars»)) ЄЕВС разом з економічним, фіскальним, банківським та політичними союзами.

У 2016 р. дискусія щодо рівня імплементації соціальних аспектів була зрештою завершена початком публічного обговорення вже згадуваної вище «Європейської компоненти соціальних прав». Очікується, що цей документ стане своєрідним орієнтиром для дій в рамках ЄЕВС (із вільним доступом інших членів ЄС).

Основною ціллю «Європейської компоненти соціальних прав» буде «... відстеження зайнятості та соціальних показників держав-учасниць та здійснення реформ на національному рівні. Точніше, вона повинна також бути своєрідним компасом для відновлення конвергенції в зоні євро»<sup>662</sup>. Отже, фундамент нової соціальної моделі ЄЕВС уже закладений, і в найближчому майбутньому буде змога перевірити, як цей прототип функціонуватиме в умовах сучасних викликів на шляху досягнення ідеї цілей соціальної Європи класу «ААА».

---

<sup>662</sup> European Commission. The European Pillar of Social Rights: going forward together, 23 January 2017. URL: <http://ec.europa.eu/social/main.jsp?langId=en&catId=88&eventsId=1187&furtherEvents=yes> (Last accessed: 14.02.2017).



## **Розділ 4**

# **ТЕНДЕНЦІЇ РОЗВИТКУ РЕГІОНАЛЬНОЇ ВАЛЮТНОЇ ІНТЕГРАЦІЇ ТА МОЖЛИВОСТІ ДЛЯ УКРАЇНИ**

---

#### 4.1. Процеси валютної дезінтеграції крізь призму валютних воєн

Поряд із всеохоплюючим розвитком процесів валютної інтеграції у світовій економіці доволі часто спостерігаються такі явища, як валютні війни та валютні протистояння з яскраво вираженим регіональним характером. На особливу роль валютного курсу вказує Дж. Фріден, визначаючи його «... основним вартісним показником економічної політики»<sup>663</sup>. Л. Красавіна зазначає, що «... зміни валютного курсу впливають на перерозподіл між країнами частини валового внутрішнього продукту, яка реалізується на зовнішніх ринках»<sup>664</sup>. При аналізі використання монетарної політики для вирішення внутрішніх і зовнішніх дисбалансів С. Блек емпірично підтверджує зворотну кореляцію відносного пріоритету зовнішніх цілей над внутрішніми і показника гнучкості валютного курсу<sup>665</sup>. В. Попов стверджує, що на сьогодні торговий протекціонізм фактично оголошений Всесвітньою торговою організацією поза законом, а протекціонізм валютного курсу (його заниження) є єдиним доступним інструментом стимулювання наздоганяючого розвитку<sup>666</sup>. Це в свою чергу приводить до того, що періодично спалахують валютні війни за ринки збуту, сфери вкладення капіталів чи джерела сировини.

Зміни в грошово-кредитній політиці у основних країнах мають очевидний вплив на обмінний курс їхньої валюти щодо інших валют. Водночас зміна обмінних курсів може вплинути на стратегії інвесторів та сприяти посиленню впливу грошових переливів (англ. «*monetary spillovers*») і запобігати фінансовому циклу. Належність таких взаємодій до ворожих ініціатив в рамках "валютної війни" є не надто принциповим при здійсненні оцінки життєздатності

---

<sup>663</sup> Frieden J. Currency Politics: The Political Economy of Exchange Rate Policy. URL: <https://books.google.ru/books?id=IKWaBAAAQBAJ&printsec=frontcover&hl=ru#v=onepage&q&f=false> (Last accessed: 22.08.2015).

<sup>664</sup> Красавина Л. Н. Валютно-кредитные и финансовые отношения. Москва: Финансы и статистика, 2000. С. 32.

<sup>665</sup> Black S. W. The Use of Monetary Policy for Internal and External Balance in Ten Industrial Countries. Exchange Rates and International Macroeconomics. 1983. P. 207.

<sup>666</sup> Попов В. Зачем Россия и Китай копят иностранную валюту. Program on New Approaches to Research and Security in Eurasia (PONARS Eurasia). URL: [http://www.ponarseurasia.org/sites/default/files/policy-memos-pdf/pepm\\_256\\_russ\\_popov\\_june\\_2013\\_0.pdf](http://www.ponarseurasia.org/sites/default/files/policy-memos-pdf/pepm_256_russ_popov_june_2013_0.pdf) (дата обращения: 22.08.2015).

існуючої світової монетарної системи. Зауважимо, що коли відсоткові ставки є близькими до рівня нульової нижньої межі, то обмінний курс стає основним каналом проведення грошово-кредитної політики. Коли провідні країни починають реагувати на стратегії кількісного пом'якшення (англ. «*quantitative easing strategies*»)<sup>667</sup>, їх вплив, ймовірно, буде відчуватися на широкому спектрі країн, в яких формується ринкова економіка. Коливання обмінних курсів мають тенденцію (чи принаймні повинні мати тенденцію) бути доволі великими, а отже, і наслідки можуть бути значними. Крім того, дослідники дійшли консенсусу щодо того, що гнучкі обмінні курси діють як амортизатор лише обмеженою мірою, а також можуть сприяти подальшому поширенню грошових переливів.

Історично валютна війна передбачає конкурентну девальвацію валютного курсу країнами, які прагнуть знизити свої витрати, збільшити експорт, створити нові робочі місця та забезпечити для себе економію за рахунок торговельних партнерів. Однак можливий курс валютної війни може полягати в тому, що валюти використовуються як зброя для завдання економічних збитків суперникам<sup>668</sup>. В основі кожної валютної війни закладено парадокс. Хоча валютні війни ведуться на міжнародному рівні, вони зумовлені внутрішніми проблемами та починаються в атмосфері недостатнього внутрішнього зростання. Країна, яка вирішила використати методи валютної війни, зазвичай стикається з високим рівнем безробіття, низьким економічним зростанням, слабким банківським сектором та характеризується погіршенням ситуації у сфері державних фінансів. У таких умовах важко генерувати зростання через суто внутрішні засоби, а стимулювання експорту через девальвацію валюти стає двигуном зростання.

Вважається, що міністр фінансів Бразилії Г. Мантега першим вжив термін «валютна війна». Він у вересні 2010 р. заявив, що світ перебуває «... в стані

<sup>667</sup> Кількісне пом'якшення є нетрадиційним засобом грошово-кредитної політики зі стимулювання національної економіки, суть якої полягає в тому, що центральний банк купує або бере в забезпечення фінансові активи для вливання грошей в економіку, а це призводить до суттєвого здешевлення національної валюти.

<sup>668</sup> Rickards J. *Currency Wars*. New York: Portfolio Penguin, 2011.

міжнародної валютної війни, загального ослаблення валют». Г. Мантега стверджував, що уряди по країн світу змагаються в спробах знизити курси своїх валют, щоб підвищити конкурентоспроможність власних товарів. Ця точка зору була підтримана багатьма фінансовими журналістами і чиновниками з усього світу. Інші ж політики і журналісти схиляються до думки, що фраза «валютні війни» завищує ступінь ворожості цього процесу, хоча погоджуються, що ризик подальшої ескалації існує.

Валютна війна (також вживається термін «конкурентна девальвація») – це цілеспрямовані дії однієї або декількох країн на зниження курсу національної валюти щодо інших світових валют. Проводиться конкурентна девальвація для того, щоб зміцнити позиції вітчизняних виробників, збільшити показники експорту країни або зайняти більш вигідне становище у світовій економіці. Б. Кере стверджує, що агресивна конкурентна девальвація є доволі шкідливою через обмеження, з якими стикаються політики у більшості країн сучасного середовища<sup>669,670</sup>.

Валютна війна – це боротьба за валютну гегемонію, ринки збуту і джерела необхідних товарів (сировини, палива та ін.), сфери вкладення капіталу різними методами, в тому числі шляхом валютної політики. Так, криза Генуезької валютної системи в період світової економічної кризи 1929–1933 рр. супроводжувалася валютною війною насамперед між США і Великобританією, криза Бреттон-Вудської валютної системи – між провідними валютами<sup>671</sup>. Її яскравим епізодом стала валютна війна між Францією і США (кінець 1960-х рр.), спекулятивна атака марки ФРН французького франка.

<sup>669</sup> Існує помилкова точка зору, яка полягає в тому, що конкурентна девальвація є ефективним способом координувати національну політику щодо глобального завдання виведення світової економіки з дефляційної пастки.

<sup>670</sup> Benoît Cœuré A. Currency fluctuations: the limits to benign neglect. Peterson Institute for International Economics, Washington, DC, 2 April 2013. URL: <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp130402.en.html>.

<sup>671</sup> Її яскравим епізодом стала валютна війна між Францією і США (кінець 1960-х рр.), спекулятивна атака марки ФРН французького франка.

К. Амадео визначає валютну війну як ситуацію, в якій центральний банк країни використовує експансивну монетарну політику, щоб знизити вартість своєї валюти, що сприяє експорту та стимулює економічне зростання, однак завдає шкоди споживачам та підвищує рівень інфляції<sup>672</sup>.

Китайське інформаційне агентство Сінхуа визначає валютну війну як особливу форму економічної війни, в якій одна країна, базуючись на власній економічній могутності, завдає удари своїм конкурентам та захоплює багатство інших країн методами монетарної політики<sup>673</sup>.

Ю. Харитонова та А. Тактуєва під валютною війною розуміють вид економічного протистояння між державами на валютному ринку з використанням інструментів валютної і монетарної політики, спрямований на зміну курсу національної валюти до валют торговельних партнерів з метою отримання ініціатором конфлікту конкурентних переваг на зовнішніх ринках товарів і капіталів. При цьому валютні війни може розв'язувати лише держава, дії якої спрямовані на регулювання зовнішніх потоків товарів і капіталів за допомогою знецінення валютного курсу<sup>674</sup>.

О. Шаров вважає, що валютна війна є окремим проявом більш ширшого поняття «монетарна війна», яку він розуміє як «... гострий конфлікт у сфері валютно-грошових відносин між державами та/або фінансово-промисловими та політичними групами, основою якого є дії, спрямовані на докорінну зміну існуючого стану справ (статусу кво)». Такий розподіл він робить на основі виокремлення двох складових валютно-грошової системи: валютної (зовнішньої) та грошової (внутрішньої). Основою класифікації монетарних воєн є військово-політична термінологія, згідно з якою виділено такі види: “громадянські” (грошові) та зовнішні (валютні), а також двосторонні, багатосторонні та світові. За критерієм інтенсивності загрози, що монетарна

<sup>672</sup> Amadeo K. Currency Wars and How They Work, 2017. URL: <https://www.thebalance.com/what-is-a-currency-war-3306262>.

<sup>673</sup> Китайське інформаційне агентство Сінхуа. URL: <http://www.xinhuanet.com>.

<sup>674</sup> Харитонова Ю. А., Тактуєва А. Г. Противостояние Китая и США: Валютная «война» или конкурентная борьба. *Вестник Уральского института экономики, управления и права*. 2011. №1 (14). С.32-37.

війна створює для національної економічної безпеки та потенційних наслідків, визначають: локальні (під час яких відбувається загострення окремих проблем), повномасштабні (спричинені загостренням відносин на всіх напрямках грошово-валютних відносин) і тотальні (основна ціль – руйнування грошової системи суперника). Крім того, О. Шаров виокремлює також “імперіалістичні” та “колоніальні” монетарні війни, беручи за основу історичні аспекти формування валютних відносин між країнами. Схематично класифікацію монетарних воєн представлено на рис. 4.1.

Н. Сусман також у працях вживає термін «монетарні війни», які вважає частиною військових зусиль, де інколи перемога була більш важливою або необхідною умовою перемоги на полі битви<sup>675</sup>. У 1960-х рр. США та країни Західної Європи опинилися в конфліктній ситуації щодо бачення подальшого розвитку міжнародної валютної системи, яку прем'єр-міністр Великобританії Г. Вілсон назвав "монетарна війна".<sup>676</sup>

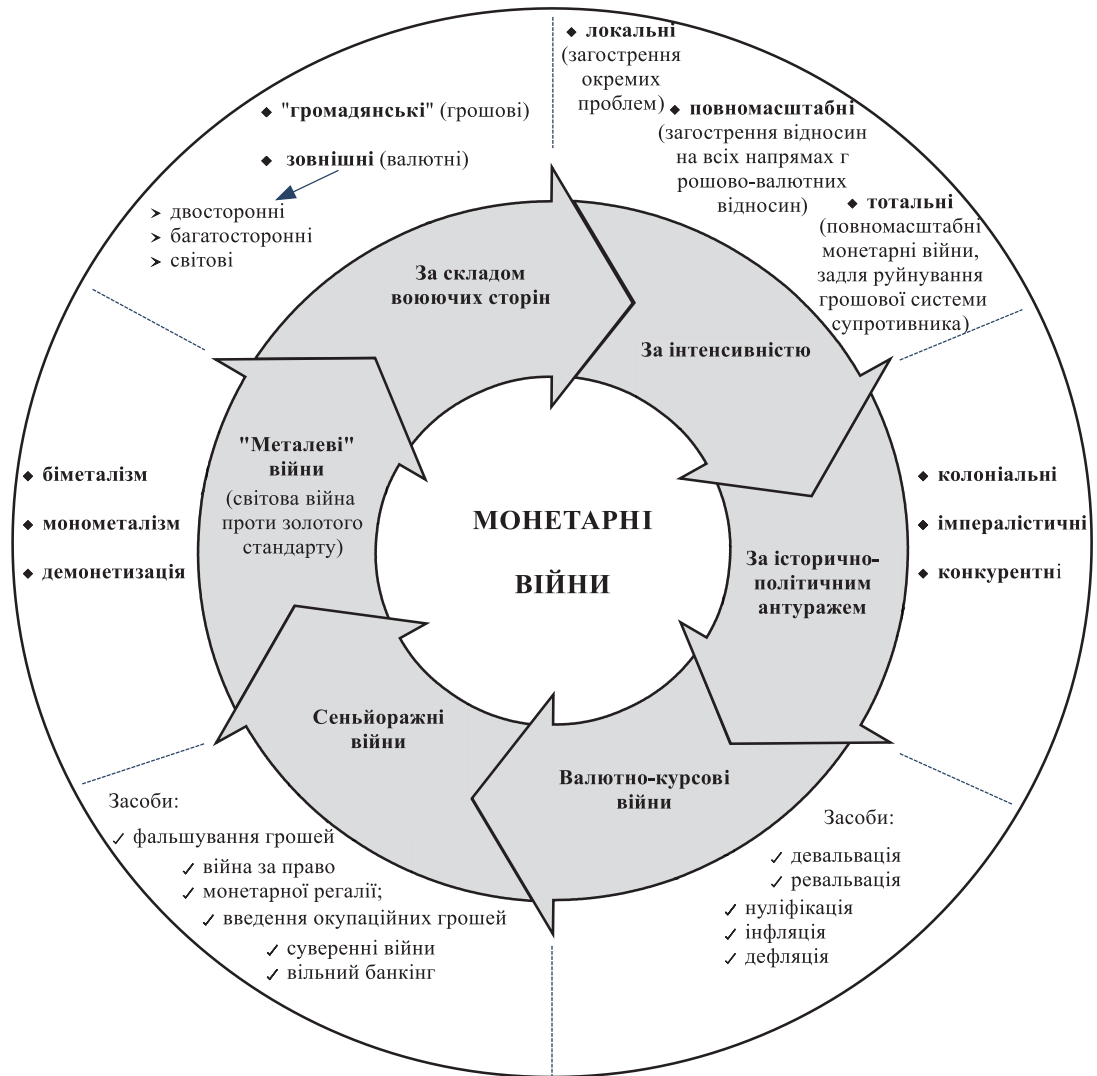
Варто зауважити, що валютні війни не мають за мету знищення економіки іншої країни. Натомість центральні банки прагнуть до стійкого зниження курсу власної валюти, але хочуть уникнути краху ринку або системної економічної кризи.

Делегати саміту Великої двадцятки в Санкт-Петербурзі (2013 р.) дійшли висновку, що валютні війни – це ризик, однак розвинуті країни, від яких залежить стан світової економіки, не повинні відмовлятися від стимулювання економіки, навіть якщо побічним ефектом цих заходів стане послаблення курсу національної валюти. Країни, що розвиваються можуть просити їх про більш строге регулювання для запобігання руйнівній дії неконтрольованих потоків капіталу<sup>677</sup>.

<sup>675</sup> Sussman N., Eichengreen B. J. The international monetary system in the (very) long run. International Monetary Fund, 2000.

<sup>676</sup> Mundell R. A. The European Monetary System 50 Years after Bretton Woods: A Comparison Between Two Systems. Siena, 25 November 1994. URL: <http://www.columbia.edu/~ram15/ABrettwds.htm>.

<sup>677</sup> Мереминская Е. Война продолжается. URL: <https://www.gazeta.ru/business/2013/02/18/4971185.shtml>.



**Рис. 4.1. Класифікація монетарних воєн**

Джерело: сформовано автором за: Шаров О. М. Монетарні та валютні війни як фактор загрози національній економічній безпеці. Стратегічні пріоритети. 2013. № 3; Vacchetta P., van Wincoop E. A Theory of the Currency Denomination of International Trade *Journal of International Economics*. 2005. Vol. 67, No 2.

Валютні війни є одним з елементів політики «розори сусіда» та експортним компонентом торговельних війн (рис. 4.2)<sup>678</sup>. Імпортний компонент легше

<sup>678</sup> Currency Wars: Belligerent Bullies. *Macro insights*, March 2013. URL: <https://safehaven.com/article/28917/currency-wars-belligerent-bullies>.



ідентифікувати як частину торговельної війни, адже до нього зараховують торговельні бар'єри та протекціонізм.



**Рис. 4.2. Конкурентна девальвація у політиці «розори сусіда»**

*Джерело:* Currency Wars: Belligerent Bullies. Macro insights, March 2013. URL: <https://safehaven.com/article/28917/currency-wars-belligerent-bullies>.

Сегмент, обведений на графіку<sup>679</sup>, відображає природний процес, зокрема як цикл дефляції проходить такі етапи: конкурентоспроможної девальвації, протекціонізму та тарифів, а потім повномасштабної політики «розори сусіда» (рис. 4.3).

Девальвація, беручи до уваги її несприятливі наслідки, історично рідко була бажаним інструментом реалізації економічної політики урядів. На думку Р. Купера, суттєва девальвація є однією з найбільш "травматичних" політик, яку уряд може обрати, оскільки це викликає обурення населення та, як наслідок, заміну уряду<sup>680</sup>. Принаймні до XXI ст. сильна валюта розглядалася як знак престижу, а девальвація була пов'язана з слабкими урядами<sup>681</sup>.

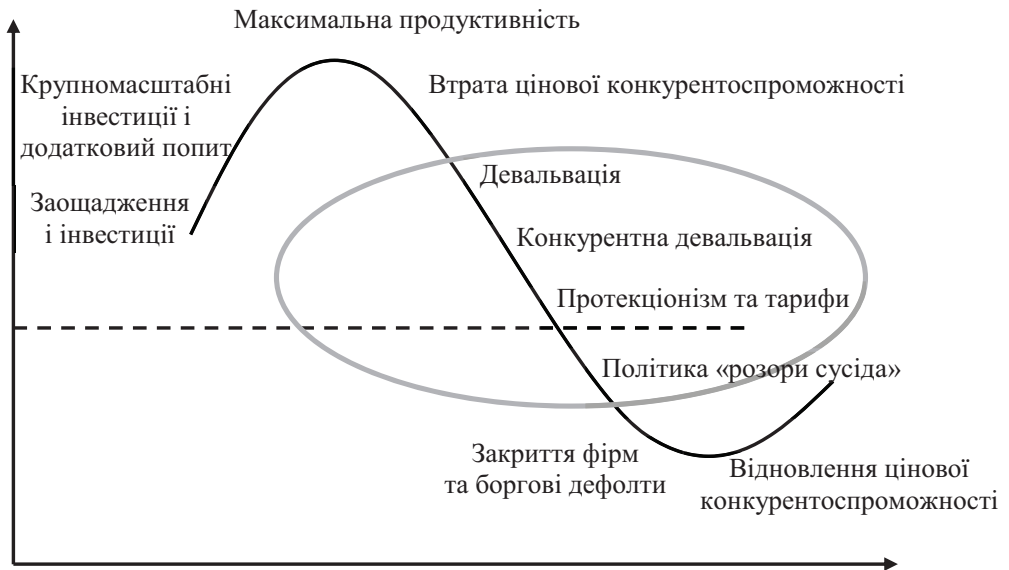
Однак низький обмінний курс може вважатися вигідним, коли в країні спостерігається високий рівень безробіття та існує потреба стимулювати економічне зростання за рахунок експорту. З початку 1980-х рр. МВФ

<sup>679</sup> побудований аналітиками Comstock Fund.

<sup>680</sup> Cooper R. N. Currency devaluation in developing countries. Princeton University Press, 1971.

<sup>681</sup> Kirshner J. Monetary Orders: Ambiguous Economics, Ubiquitous Politics. Cornell University Press. ISBN 0-8014-8840-0, 2002.

запропонував девальвацію як потенційне рішення для країн, що розвиваються, які постійно витрачають більше на імпорт, ніж заробляють на експорті.



**Рис. 4.3. Цикл дефляції**

*Джерело:* Comstockfund Special Report. URL: <http://comstockfunds.com/default.aspx?act=Newsletter.aspx&category=SpecialReport&newsletterid=1779&menugroup=Home>

Така політика, як правило, сприяє збільшенню вітчизняного виробництва, підвищує зайнятість та ВВП, хоча через умову Маршалла-Лернера цей ефект може виявлятися не відразу. Дж. Сломан, М. Вольф та Дж. Оуен вважають, що перевагою застосування політики девальвації для країн, що розвиваються, є те, що підтримання відносно низького обмінного курсу допомагає їм нарощувати валютні резерви, які можуть захистити від майбутніх фінансових криз<sup>682</sup>.

Традиційно у валютних війнах використовується три інструменти: риторика, зниження процентних ставок і прямі інтервенції. Такий інструмент, як риторика, доволі часто використовують політики та фінансові функціонери, оскільки сказані ними лише кілька слів можуть змінити курс національної валюти. Зокрема, промови голів ФРС чи ЄЦБ стають одними з найбільш

<sup>682</sup> Sloman J. Economics. Prentice Hall. ISBN 0-7450-1333-3, 2004.

Wolf M. Fixing Global Finance. Yale University Press. ISBN 0-300-14277-3, 2009.

Owen J. R. Currency devaluation and emerging economy export demand. Ashgate Publishing, 2005.

очікуваних подій на міжнародному валютному ринку, під час яких курси відповідних валют змінюються в досить широкому діапазоні із змінним характером, а в деяких випадках такі зміни мають довготерміновий тренд. Щодо другого інструменту (зниження процентних ставок) зауважимо, що центральні банки навмисно його використовують, щоб знизити курс національної валюти. Для зниження курсу валюти національні банки проводять прямі валютні інтервенції – продають власну валюту на ринку і скуповують іноземну. Такі інтервенції вже багато років проводять азіатські центробанки, здебільшого Китай. Однак у сучасних умовах ці інструменти не завжди ефективні, адже розвинені країни світу тривалий час дотримуються облікових ставок на рівні нуля чи близьких до нього, риторичні висловлювання не завжди допомагають або мають короткотривалий ефект, а прямі валютні інтервенції на ринку стали непопулярними та викликають гостру політичну реакцію на міжнародній арені. Новим інструментом стало кількісне пом'якшення в усіх його різноманітних формах, яке безпосередньо не має за мету зниження курсу валюти, але це ймовірний та бажаний його побічний ефект. Однак такий ефект не завжди досягається, наприклад, курс долара США лише зміцнився після оголошення про "нескінченне" QE3 (англ. «*quantitative easing*») від ФРС. У сучасних умовах країни, що розвиваються часто використовують у валютних війнах податки чи нові макропруденційні заходи, які сприяють послабленню валюти. Зокрема, у Бразилії введений податок на фінансові операції, в результаті якого знизився курс бразильського реала. Серед макропруденційних заходів використовують збільшення резервних вимог до іноземних закупівель місцевих активів або заохочення вітчизняних інвесторів до спрямування грошей закордон.

Ю. Харитонова виділяє прямі та непрямі методи ведення валютних воєн. До прямих методів належать такі<sup>683</sup>:

---

<sup>683</sup> Харитонова Ю. А. Современные валютные войны: победители и побежденные. Научно-исследовательский финансовый институт. *Финансовый журнал*. 2011. №2. С. 19-30.

- девальвація національної валюти. Використовувати даний метод доцільно лише при режимі фіксованого або обмежено гнучкого валютного курсу;
- валютні інтервенції, які застосовуються, як правило, при режимі плаваючого валютного курсу і вважаються ефективними, якщо національна валюта не є ключовою чи домінуючою.

Серед непрямих методів визначають такі:

- зниження облікової ставки, що призводить до відпливу іноземного капіталу;
- операції центрального банку на відкритому ринку щодо викупу державних облігацій, що розширює пропозицію національної валюти;
- емісію національної валюти;
- податкові методи, серед яких доволі поширеним є введення податку на операції нерезидентів з національною валютою, що сприяє відпливу іноземного капіталу з країни;
- валютні обмеження на операції нерезидентів з активами, номінованими в національній валюті.

Варто зауважити, що такі методи є традиційними для макроекономічної політики, однак при трансформації нейтрального характеру економічної політики держави в агресивний щодо країн-партнерів вони виступають як інструменти валютних воєн.

Історія світової валютної системи вказує на те, що валютні війни відбувалися на фоні глибоких економічних криз, у них брало участь багато країн, а головним інструментом протистояння була масова девальвація національних валют.

Валютна війна I (1921–1936) розпочалась на фоні тіней Першої світової війни, велася в кілька раундів на п'яти континентах і мала великий резонанс для XXI ст. Перший крок у цій війні зробила Німеччина, яка застосувала ціленаправлену гіперінфляцію з метою підвищення власної конкурентоспроможності. Однак такі дії призвели до руйнування німецької

економіки, яка на той час ще не справилася з наслідками воєнних дій. Німеччина припинила сплату іноземного боргу і ввела контроль за капіталом. Лише поєднання результатів Генуезької конференції 1922 р., нової стійкої рентної марки 1923 р. і Плану Дауеса 1924 р. дозволило стабілізувати економіку Німеччини і забезпечити її розвиток без інфляції. В 1925 р. у валютну війну вступила Франція, яка використала девальвацію франка перед поверненням до золотого стандарту для отримання переваги в експорті над США та Великою Британією. У 1925–1931 рр. введено систему фіксованого валютного курсу, але це означало лише те, що валютні війни розгортатимуться із застосуванням золота і процентних ставок. США в 1933 р. девальвували свою валюту на користь золота, що дозволило їм повернути перевагу в галузі експорту. Однак Франція і Велика Британія знову вдалися до девальвації. Як Велика Британія, так і США, домоглися миттєвих результатів від девальвації, оскільки зупинили зниження цін, збільшили запас грошей, розпочалося розширення кредитної експансії, збільшилося промислове виробництво та зменшився рівень безробіття. У 1936 р. Франція відмовилася від золота і стала останньою великою державою, яка вийшла з Великої депресії, тоді як Велика Британія знову використовувала девальвацію для того, щоб отримати перевагу над США. Завершення першої валютної війни ознаменувала тристороння угода між Великою Британією, США і Францією 1936 р., які представляли себе і країни, які визнали золотий стандарт.

Перші ознаки другої валютної війни (1967–1987) з'явилися ще в другій половині 1960-х рр., не зважаючи на ефективність Бреттон-Вудської угоди<sup>684</sup>. Період з 1967 по 1971 р. характеризується розгубленістю і нерішучістю урядів країн в питаннях міжнародної валютної системи. Наступні роки ознаменовані низкою девальвацій, інфляціями, крахом «Золотого пулу», валютними свопами, позиками МВФ, двоярусним ринком золота. Валютна війна II, незважаючи на центральне місце в ній політики США, розпочалася з девальвації фунта

---

<sup>684</sup> Країни могли знецінювати свої валюти лише з дозволу МВФ, і таке право надавалося тільки у випадках безперервних торговельних дефіцитів, що супроводжуються високим рівнем інфляції.

стерлінгів в 1967 р., що викликало шок, не дивлячись на те, що нестабільність фунта була завчасно прогнозована центральними банками<sup>685</sup>. Хоча фунт стерлінгів був менш значущою валютою Бреттон-Вудської системи, ніж долар США, однак він був важливою резервною і торговою валютою. Нестабільність фунта з'явилася не тільки через короткострокові порушення торгового балансу, а й через глобальний дисбаланс між резервами фунта і долара поза територією Великої Британії і резервами золота в цій країні, які могли б відновити зовнішньоторговельний баланс. Завдяки Бреттон-Вудській конференції міжнародна валютна система була прив'язана до золота через конвертацію в золото долара США торговими партнерами за ціною 35 дол. США за унцію, а інші валютні системи світу фіксували валютний курс щодо долара США. Однак, незважаючи на те, що дана угода була підписана багатьма країнами, фактично система управління реалізовувалась майже одноосібно США. Поєднання зростаючих витрат на війну у В'єтнамі з програмою «великого суспільства», бюджетний і торговий дефіцити призвели до зростання інфляції у США. Рівень інфляції майже подвоївся з допустимих 1,9% у 1965 р. до 3,5% у 1966 р., а у наступні двадцять років вона вийшла з-під контролю. Тільки за період з 1977 по 1981 р. рівень інфляції перевищив 50%, а вартість долара США знизилася вдвічі. Лише в 1986 р. рівень інфляції знизився і становив більш як 1%<sup>686</sup>. США ввели 10 %-й додатковий податок на весь товарний імпорт, що мало такий самий ефект, як 10 %-на девальвація долара США. Після багатьох зустрічей G-10 долар США був такі девальвований приблизно на 9% щодо золота. Друга валютна війна завершилася угодою Плаза в 1985 р. та Луврською угодою в 1987 р.

У сучасних умовах тематика «валютних війн» набула актуальності після того, як у боротьбі з кризою ряд країн використовували безпрецедентні заходи стимулювання економіки, що призвели до послаблення їх валют, а ті країни, чия

<sup>685</sup> Криза фунта назривала ще з 1964 р.

<sup>686</sup> Департамент праці США. URL: <http://data.bls.gov>.

валюта не подешевшала самостійно, у відповідь спробували навмисно занизити її курс.

Третя валютна війна розпочалася в 2010 р. як наслідок економічного спаду 2007 р., однак її масштаби і наслідки лише зараз знаходяться в центрі уваги. Відновлення економіки відбувалося доволі повільно, тому провідні країни почали шукати шляхи подолання рецесії, зокрема, США і Японія почали використовувати програми викупу облігацій. Центральні банки змістили фокус на запобігання дефляції, яка могла призвести до зниження споживання і підірвати економічне зростання. Після того, як США знизили процентні ставки, викликавши приплив капіталу на ринки країн, що розвиваються, першою «жертвою» валютної війни стала Бразилія, оскільки такі дії призвели до подорожчання її експортних товарів, а від умисного послаблення національної валюти вона відмовилась. Найбільший виграш отримала Японія, яка за два роки послабила єну на 28% щодо долара США. На рис. 4.4 представлені найбільш впливові країни в третій валютній війні<sup>687</sup>.

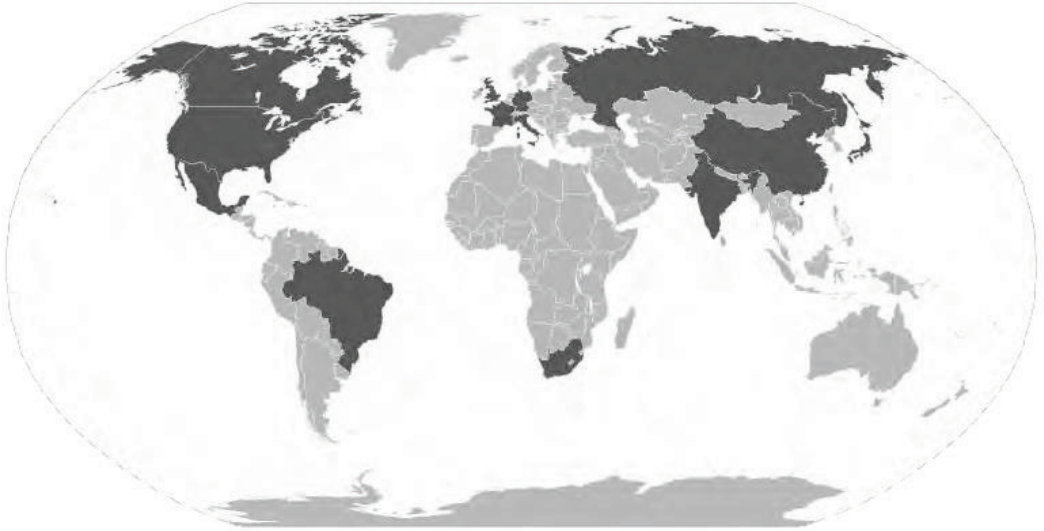
Р. Джеймс зазначає, що у сучасній валютній війні сформувалися три основні лінії фронту: доларо-юанська арена, яка простягається через Тихий океан; арена долара і євро – через Атлантичний океан та арена євро і юаня на євразійській території<sup>688</sup>. Сьогодні участь у валютних війнах не обмежується національними емітентами валют та їх центральними банками. До них залучені глобальні інститути, такі як МВФ, Світовий банк, Банк міжнародних розрахунків, ООН, а також приватні юридичні особи, такі як хеджеві фонди, глобальні корпорації, приватні офіси найбагатших громадян та інші.

Масштабне використання інструментів валютної війни відбулося на початку 2015 р., коли багато країн знизили свої процентні ставки, а ЄЦБ заустив

<sup>687</sup> Arana G. V. Currency Wars: The Lack of a Global Monetary System. Zürich. 2014. URL: <https://www.ethz.ch/content/dam/ethz/special-interest/mtec/chair-of-entrepreneurial-risks-dam/documents/dissertation/CurrencyWarFinal.pdf>.

<sup>688</sup> Rickards J. Currency wars: The making of the next global crisis. New York: Portfolio Penguin, 2012.

програму викупу облігацій. Крім того, Данія кілька разів знижувала ставку, не допускаючи зміцнення датської крони щодо євро.

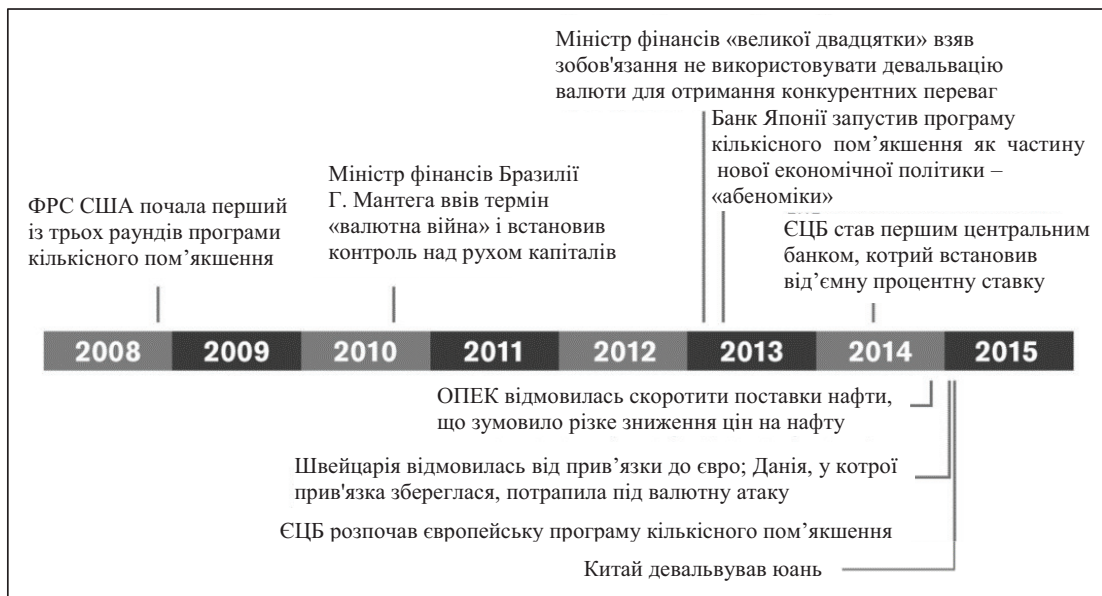


**Рис. 4.4. Основні геополітичні актори третьої валютної війни**

*Джерело:* Arana G. V. Currency Wars: The Lack of a Global Monetary System. Zürich. 2014.  
URL: <https://www.ethz.ch/content/dam/ethz/special-interest/mtec/chair-of-entrepreneurial-risks-dam/documents/dissertation/CurrencyWarFinal.pdf>

Валютну війну посилила також Швейцарія, відмовившись від трирічної політики прив'язки курсу швейцарського франка до євро, що викликало потрясіння на валютних біржах. Водночас Канада, Сінгапур і Китай несподівано пом'якшили грошово-кредитну політику. Нова битва у валютній війні знову спалахнула після несподіваної девальвації китайського юаня у серпні 2015 р., а також наступного зниження вартості валюти на початку 2016 р. Такі дії викликали занепокоєння, що Китай знову послабить юань для відновлення економіки, розвиток якої сповільнюється. Японія також внесла дисбаланс на валютні ринки, встановивши від'ємну облікову ставку в 2016 р., після того як у 2014 р. з'явилися очікування, що ЄЦБ знизить свою облікову ставку нижче нуля. Таким чином, 22 країни скоротили облікові ставки в 2016 р., а Австралія та Норвегія послабили монетарну політику. Основні віхи сучасної валютної війни представлені на рис. 4.5.





**Рис. 4.5. Основні віхи сучасної валютної війни**

Джерело: Meakin L. Currency Wars. *Bloomberg QuickTake*. March 16, 2017. URL: <https://www.bloomberg.com/quicktake/currency-wars>

Кожна нова валютна війна характеризується зростанням кількості учасників, посиленням інтенсивності їх дій, а також розширенням спектра інструментів, які використовуються у боротьбі. Мотивація щодо використання конкурентної девальвація для кожної країни власна: боротьба із спекуляцією чи дестабілізуючою волатильністю курсу національної валюти; наявність переоціненої валюти, що потребує корекції з боку центробанків; застосування валюти як єдиного засобу стимулювання, коли всі альтернативні варіанти вже вичерпані; захисна реакція на економічну агресію інших країн. Варто зазначити, що валюта деяких країн насправді сильно переоцінена, то в такому випадку заходи щодо її девальвації є виправданими.

Проте, переваги участі в девальваційних перегонах можуть згодом спричинити такі явища<sup>689</sup>:

1. Втрата конкурентоспроможності. Коли країна стимулює свій експорт штучно послабленою валютою, підприємствам не вистачає стимулів для

<sup>689</sup> Currency Wars are Evil. URL: <http://www.merkinvestments.com/insights/2013/2013-02-12.php> (Last accessed: 14.05.2017).

інновацій. Доцільно зауважити, що розвинуті економіки не можуть конкурувати за ціною, але повинні конкурувати за цінністю (англ. «*value*»). Більшість європейських компаній вже давно слідує даному принципу, зокрема існує доволі мало споживчих товарів з низьким рівнем доданої вартості, які експортуються з Німеччини. Китаї також перестав розвивати галузі промисловості, де необхідна низькокваліфікована робоча сила, та перемістив їх у В'єтнам або в інші країни з більш низькою вартістю. Таким чином, тиск на ринок для інновацій є наймогутнішою мотивацією. Уряди, які субсидують слабкі галузі промисловості за допомогою девальвації валюти, завдають шкоди своїй економіці у довготерміновій перспективі.

2. Соціальні заворушення. Девальвація валюти має негативні наслідки не тільки для корпоративного світу, а й для населення. Як наприклад, у Венесуелі уряд одночасно оголосив 32-відсоткову девальвацію офіційного курсу болівара до долара США. Зміни такого масштабу відразу помітні, як і негативні наслідки для споживачів, тоді як поступове знецінення валют розвинених країн меншою мірою привертає увагу, але в підсумку це має однаковий ефект. Природним наслідком девальвації валюти є інфляція, тобто втрата реальної купівельної спроможності. На Близькому Сході подібні тенденції викликають революції. У країнах, де велика частина населення не може заробити достатньо коштів, щоб прогодувати себе, девальвація валюти сприяє революціям.

3. Війни. Побутує думка, що девальвація валюти є прийнятним способом уникнення депресії, однак варто взяти до уваги той факт, що Велика депресія забезпечила перехід до Другої світової війни. Валютні війни, які велися в першій половині ХХ ст., були наслідком фіскальної та монетарної політик країн-учасниць. У сучасному світі, де великі країни мають вільно плаваючі валютні курси, монетарна політика є доволі активною. Таким чином, фіскальна та монетарна політика має значний вплив на валютні цінності як на реальних (купівельна спроможність), так і на відносних (курсних) умовах. Центральні

банки не викликають справжніх воєн, але монетарна політика суттєво впливає на соціальний стан та настрої громадян.

Існує декілька підходів для визначення реальної вартості валюти. Група аналітиків банку HSBC оцінює курс валюти за трьома основними показниками, а потім обчислює середній рейтинг за такими даними: поточний реальний ефективний обмінний курс порівняно з його середнім значенням за п'ять років, оцінка ОЕСР паритету купівельної спроможності, індекс Біг-Мака.

На основі зазначених рейтингів валюти країн-учасниць валютних воєн розподіляються на чотири групи<sup>690</sup>.

А. Недооцінені з низькою активністю. Ці валюти мають низький курс та низьку схильність до агресії, однак факт їхньої недооцінки передбачає невисоку можливість введення їх у валютні війни. Ця група охоплює країни Південної Африки, Угорщину, Польщу та ряд інших країн ЕМЕА. У цих країнах дешеві валюти, але при цьому інтервенції вони не проводять, оскільки їх вихідна точка є відносно конкурентною, тому немає сенсу брати участь у валютних війнах.

В. Переоцінені з низькою активністю. У цьому сегменті перебувають, як правило, сировинні валюти, де центральні банки не прагнуть їх послабити або ведуть політику посилення своєї могутності. Для цих валют характерний високий обмінний курс та низька схильність до агресивних дій у валютних війнах. На сьогодні вони обмежуються м'якою риторикою або в деяких випадках незначними скороченнями процентних ставок.

С. Переоцінені з високою активністю. До цього сегмента належать валюти, вартість яких переоцінена. Така ситуація характерна, зокрема, для країн Латинської Америки та Швейцарії. Уряди цих країн виправдано змушені вдаватися до конкурентної девальвації. Однак спроби боротьби із завищеним курсом валюти були невдалими або потребують подальших дій.

---

<sup>690</sup>Bloom D., Maher D., Mackel P., Toprak M., Hernandez M. Currency War Special. *HSBC Global Research*, 2013. URL: <https://ru.scribd.com/document/125552359/130215-Currency-War-Special>.

D. Недооцінені з високою активністю. Це найбільш суперечливий сегмент, сюди відносять країни, які мають недооцінені валюти, однак вони все ж намагаються ще знизити їх курси. Такі країни називають «агресорами» у валютній війні, оскільки вони доволі активно застосовують весь спектр інструментів конкурентної девальвації. Це, зокрема, такі валюти як японська єна, тайванський долар, турецька ліра і долар США.

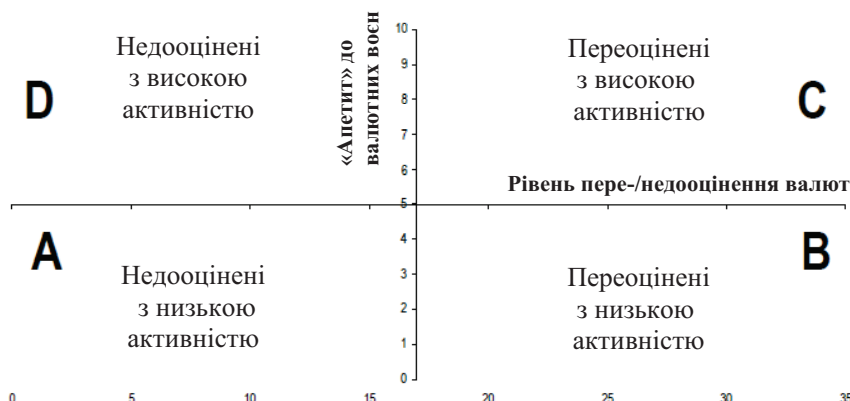
На рис. 4.6 графічно інтерпретовано визначені рейтинги валют країн-учасниць валютних воєн, їх розподілено на 4 квадранти:

- на осі x відображено оцінні рейтинги, що вказують міру недооцінення (зліва від нуля) чи переоцінення валюти (справа від нуля);
- «апетит» до валютних воєн відображається на осі Y і градується від найменш активних (нижче нуля) до найбільш активних (вище нуля) валют.

Міністерство фінансів США кожні півроку проводить аналіз валютної політики найважливіших торговельних партнерів США, щоб з'ясувати, чи не вдаються вони до маніпуляцій з обмінним курсом. При цьому до уваги беруть такі три критерії: наявність профіциту у торгівлі зі США, перевищення поточного платіжного балансу більш ніж на 3% ВВП і покупка владою країни іноземної валюти на кожні 2% ВВП на рік. Доцільно відмітити, що у 2016 р. жодна країна світу не задовольняла усіх цих вимог, причому Китай відрізнявся лише великим профіцитом в торгівлі зі США. Крім того, китайська влада вживала різні заходи, щоб підвищити курс юаня для боротьби зі зростаючим впливом іноземного капіталу.

На основі американської методики журнал «The Economist» склав рейтинг країн, які частіше за інших вдавалися до маніпуляцій з валютним курсом щодо долара США, щоб вирішити власні економічні проблеми. Бали у рейтингу надавалися за такимим принципом:

- по одному балу за профіцит поточного платіжного балансу, котрий перевищує 3% ВВП;



**Рис. 4.6. Групування валют за оцінними рейтингами та «апетитом» до ВАЛЮТНИХ ВОСН**

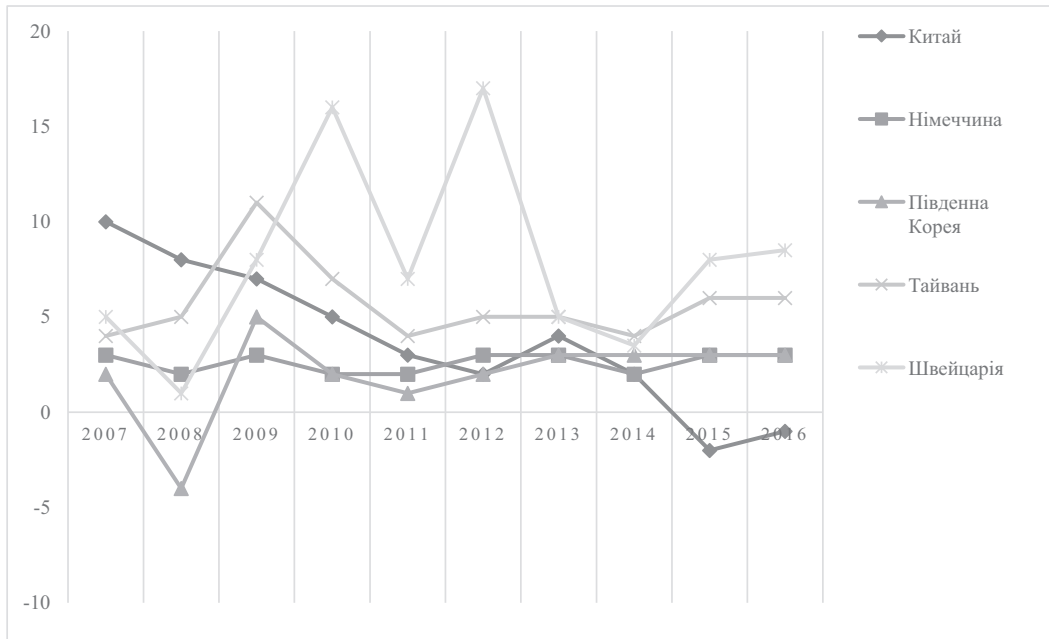
*Джерело:* Bloom D., Maher D., Mackel P., Toprak M., Hernandez M. Currency War Special: HSBC Global Research, 2013. URL: <https://ru.scribd.com/document/125552359/130215-Currency-War-Special>

- по два бали за профіцит поточного платіжного балансу, котрий перевищує 6% ВВП;
- по одному балу присвоєно за покупку владою іноземних валют на кожні 2% ВВП.

Крім цього, зазначимо, що при підрахунку рейтингу білатеральна торгівля з США не враховувалась, оскільки вартість валют впливає на торгівлю в глобальному масштабі. Зокрема, Мексика має значний профіцит у торгівлі з США, однак дефіцит – з усіма іншими країнами.

Відповідно до цього рейтингу найбільшим валютним маніпулятором виявилася Швейцарія, яка відзначається високим профіцитом поточного платіжного балансу, значними державними закупками іноземної валюти, в результаті чого сумарно отримала 10 балів. На другому місці знаходиться Тайвань – 6 балів, а третє місце поділили Німеччина та Південна Корея, які набрали по 3 бали (рис. 4.7).

На Сеульському саміті (2010 р.) країни Великої двадцятки взяли на себе зобов'язання утримуватися від конкурентної девальвації валют та дотримуватися валютного курсу, що відображає ринкову ситуацію.



**Рис. 4.7. Рейтинг країн, які найчастіше вдавалися до маніпуляцій з валютним курсом щодо долара США**

*Джерело:* Champs or chumps? China and currency manipulation. *The Economist*. URL: <https://www.economist.com/news/finance-and-economics/21717997-government-has-been-pushing-price-yuan-up-not-down-china-and>.

Варто зауважити, що термін «валютні війни» використовується не лише для деномінації цілеспрямованого заниження курсу національної валюти задля отримання конкурентних переваг. Особлива роль, котру відіграє монетарна політика для соціально-економічного розвитку держави, потенційно визначає валютний курс національної валюти привабливою «мішенню» для руйнування усього господарського комплексу держави-конкурента (ідеологічного, політичного чи економічного) та стимулювання цим самим суспільного тиску для усунення не вигідної для ініціатора валютної війни політичної верхівки. У підвищеній зоні ризику перебувають держави, курс валют яких значно залежить від ціни певного типу сировинних товарів (чи не найбільш яскраво така залежність проявляється для нафтових експортерів). Хоча акцентований вплив на стрімке знецінення курсу валюти з метою ослаблення позицій її емітента ніколи офіційно не визнавався, тим не менше дискусії на дану тему регулярно з'являються (переважно у засобах масової інформації). Як приклад таких

імовірних валютних війн, у російській публіцистиці часто називали дії США щодо знецінення світової ціни на ринку нафти у 2014–2016 рр. для послаблення економіки Російської Федерації (в т. ч. через різке знецінення курсу рубля).

Взагалі ринок нафти та монетарна політика дуже часто є особливо взаємно волатильними. Постійні коливання цін на світових ринках нафти ускладнюють можливість їх прогнозування з метою резервування в бюджеті чи інших державних фондах коштів для стабілізації цін. Зміни домінування серед крайнімпортерів, тенденції до регіоналізації ринків нафти на протигагу процесам глобалізації (які домінують на ринках природного газу) значно впливають на стан валютних курсів та перебіг процесів регіональної валютної інтеграції. Проблематика дослідження взаємозв'язків між кон'юнктурою ринку нафти та процесами валютного курсоутворення є актуальною для економічної літератури. Так, кореляцію цін нафти та курсів валют вивчали Д. Бакус, П. Кругман, М. Круціні, К. Рогофф, Б. Россі, Д. Феррара, М. Фратчер, М. Хабіб, Д. Шнейдер та інші<sup>691</sup>.

Ринок нафти протягом 2014–2016 рр. визначається надзвичайною турбулентністю. Спектр фундаментальних чинників, що визначали його кон'юнктуру, охоплював як макроекономічні умови, баланс попиту-пропозиції, трансформацію регулятивної складової, зміну структури собівартості, так і значний вплив геополітичних протистоянь.

Загалом сьогодні існують три основні маркерні («еталонні») сорти нафти, які відповідають трьом основним біржам: на Нью-Йоркській товарній біржі (NYMEX) основним сортом є західнотехаська світла нафта (WTI); на Лондонській нафтовій біржі (IPE) – північноморська нафта сорту «Брент»

---

<sup>691</sup> Backus D. K., Crucini M. J. Oil Prices and the Terms of Trade. *Journal of International Economics*. 2000. No 50. P. 185-213; Krugman P. Oil Shocks and Exchange Rate Dynamics. *Exchange Rates and International Macroeconomics* / Ed. J.A. Frenkel. Chicago: University of Chicago Press, 1983; Ferraro D., Rogoff K. and B. Rossi Can Oil Prices Forecast Exchange Rates? 2015. URL: <http://www.econ.upf.edu/~brossi/OilAndExchangeRates.pdf>; Fratzscher M., Schneider D. and I. Van Robays. Oil Prices, Exchange Rates and Asset Prices. *European Central Bank Working Paper Series*. 2014. No 1689; Buetzer S., Habib M., Stracca L. Global Exchange Rate Configurations: Do Oil Shocks Matter? Working Paper, European Central Bank, 2012.

(Brent); на Сінгапурській міжнародній товарній біржі (SIMEX) – близькосхідна нафта сорту «Дубай» (Dubai)<sup>692</sup>. Раніше існував «кошик ОПЕК», до якого належало 12 сортів нафти. Крім того, кожна із країн-експортерів ввела власні бенчмарки нафти, яким властиві певні стабільні параметри («Statfjord» в Норвегії, «Kirkuk» в Іраці, два сорти в Ірані – «Iran Light» та «Iran Heavy», в Росії – п'ять основних сортів тощо). Встановлення цін проводиться шляхом диференціації залежно від якості нафти та її місця розташування відносно споживачів. Ринок нафти організаційно складається із комплексу взаємопов'язаних спотових («валютних») ринків та форвардних, ф'ючерсних, опціонних або інших ринків деривативів (їх ще поділяють на «паперові» чи «фізичні» ринки). Технологічний прогрес привів до введення електронного способу торгів, що дозволило купути-продавати нафту цілодобово з будь-якої локації на планеті. Аналогічно фізичне постачання нафти здійснюється через механізми ринків спот для одноразових угод (із фіксацією ціни в момент укладання угоди чи на час завантаження) або з допомогою довготермінових контрактів, в яких вказується формула розрахунку контрактної ціни залежно від ринкових (спотових) цін бенчмарків<sup>693</sup>.

Формула прив'язки цін усього різноманіття сортів нафти до конкретного бенчмарку має такий стандартний вигляд:

$$P_X = P_R \pm D, \quad (4.1)$$

де  $P_X$  – ціна нафти сорту X;

$P_R$  – ціна бенчмарку нафти, до якого здійснюється прив'язка;

$D$  – ціновий диференціал<sup>694</sup>.

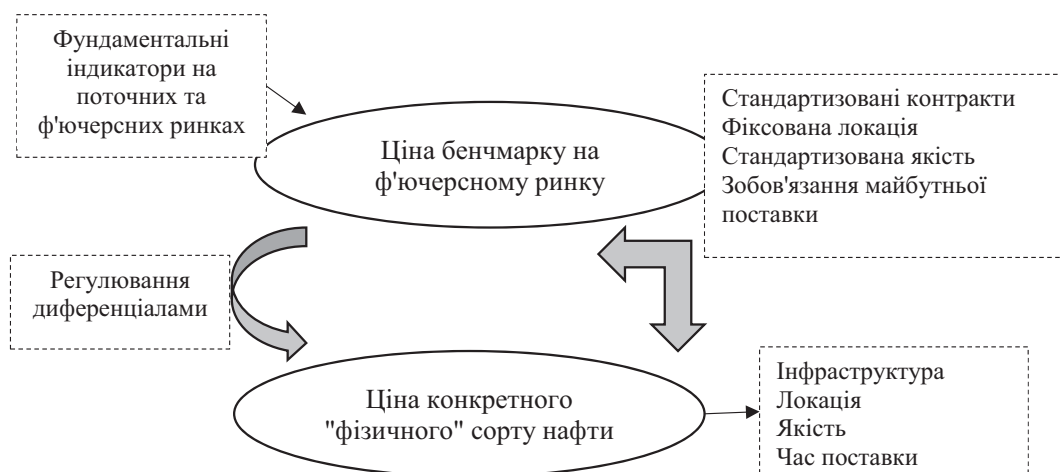
Механізм регулювання цін нафти через диференціал наведений на рис. 4.8.

<sup>692</sup> Луцишин З. О., Дікарев О. І. Фінансові стратегії на світовому енергетичному ринку. *Світ фінансів*. 2009. № 3. С. 40.

<sup>693</sup> Bassam F. *An Anatomy of the Crude Oil Pricing System*. Oxford, 2011, ISBN 978-1-907555-20-6.

<sup>694</sup> Bassam F. *An Anatomy of the Crude Oil Pricing System*. Oxford, 2011, ISBN 978-1-907555-20-6.





**Рис. 4.8. Регулювання цін нафти через механізм диференціалів**

*Джерело:* The Crude Oil Pricing System: Features & Prospects. URL: <http://www.seec.surrey.ac.uk/Events/EventDocuments/Presentation-BassamFattouh.pdf>.

Щодо ціни нафти потрібно враховувати, що остання щораз більше набуває рис фінансового активу (типу акцій або облігацій), зберігаючи при цьому фізичні та споживчі характеристики сировинного товару. Така властивість визначає нафту як особливий товар, який часто використовується для хеджування фінансових ризиків і спекулятивних операцій.

Стрімке зниження цін нафти протягом 2015 р. стало чи не найбільш визначальним детермінантом, що визначав економічну та геополітичну архітектуру світу. Так, у грудні 2014 р. ціна нафти «West Texas Intermediate» (WTI) впала із 100 дол. США за барель до 60; ціни на «Brent» також попрямували за нею. Зниження продовжилось також у 2015 р., пробивши рівень 40 дол. США за барель після незначного відновлення (рис. 4.9).



**Рис. 4.9. Динаміка нафтових цін (WTI та Brent) в 2014-2015 рр.**

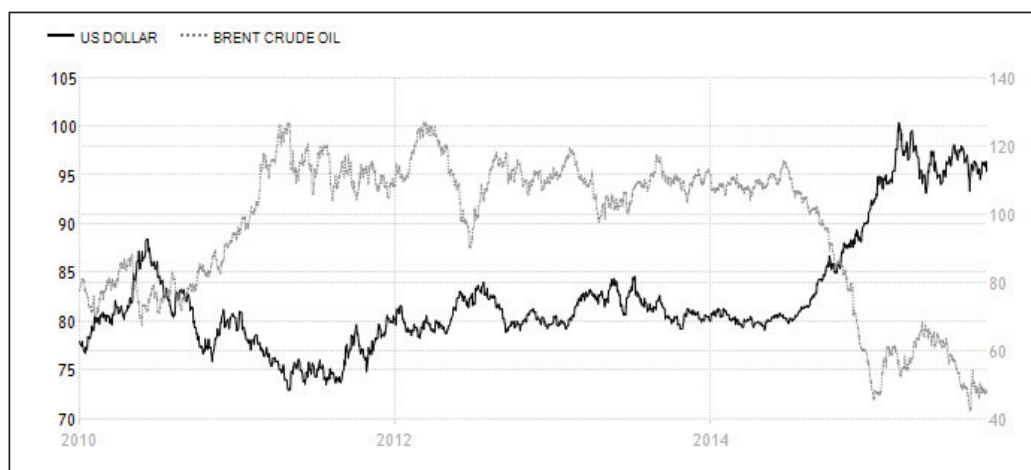
*Джерело:* Trading Economics URL: <http://www.tradingeconomics.com> (Last accessed 29.09.2016).

До основних причин зниження ціни на нафту належать такі: трансформація структури попиту-пропозиції нафти (США вийшли на перше місце в світі за видобутком нафти завдяки методу гідророзриву пласта, забезпечивши 95% власних потреб та припинивши генерувати значну частку світового імпорту; зростання видобутку Саудівської Аравії, старт постачання чорного золота з Лівії та Іраку, експорт з Ірану за демпінговими цінами; дуже повільне економічне зростання, підвищення ефективності та перехід з нафти на інше паливо знижують попит), зміна регулятивного середовища та геополітичні чинники<sup>695</sup>.

Кон'юнктура ринку нафти, що є чи не ключовим сировинним товаром сучасності, значною мірою знаходить своє відображення на валютному ринку. Зокрема, на рис. 4.10 відображена дзеркальна кореляція між динамікою індексу долара та змінами ціни нафти. Щоправда, зміцнення долара США як один із стимулюючих факторів зниження цін на нафту не привернув значної уваги. Оскільки ціни на нафту визначаються в доларах, то в міру зміцнення долара – за всіх інших рівних умов – ціни на нафту для американських споживачів знижуються.

<sup>695</sup> Oil and Gas Reality Check 2015. A look at the top issues facing the oil and gas sector. URL: <http://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/Energy-and-Resources/gx-er-oil-and-gas-reality-check-2015.pdf>.

Проте закупівля нафтопродуктів споживачами у більшості країн визначається не в доларах, тому вони не відчують зниження цін на нафту в доларах настільки, як американці. Такі невраховані фактори можуть мати глобальне значення для економічного зростання країн, їх національних бюджетів і геополітики<sup>696</sup>.



**Рис. 4.10.** Динаміка індексу долара та цін нафти «Brent», 2010–2015 рр.

Джерело: Trading Economics URL: <http://www.tradingeconomics.com> (Last accessed 29.09.2016).

Проблемою аналізу залежностей між цінами нафти та валютними курсами є можливість двосторонньої взаємної каузальності показників. Два основних канали трансмісії, через які коливання цін нафти передаються на обмінні курси, широко висвітлено в економічній літературі<sup>697</sup>. Перший канал реалізовується через умови торгівлі. Для країн-імпортерів нафти зростання цін останньої приводить до погіршення торгового балансу і подальшого знецінення національної валюти. В даному контексті Д. Бакус і М. Круціні<sup>698</sup> продемонстрували, що варіації цін нафти детермінують левову частку варіацій

<sup>696</sup> Ціна на нафту, курси валют і неоднозначний вплив санкцій на Росію – Forbes. URL: <http://ua.korrespondent.net/business/economics/3509508-tsina-na-naftu-kursy-valuit-i-neodnoznachnyi-vplyv-sanktsii-na-rosiui-Forbes>.

<sup>697</sup> Buetzer S., Habib M., Stracca L. Global Exchange Rate Configurations: Do Oil Shocks Matter? Working Paper, European Central Bank, 2012.

<sup>698</sup> Backus D. K., Crucini M. J. Oil Prices and the Terms of Trade. *Journal of International Economics*. 2000. No 50. P. 185-213.

умов торгівлі. Другий канал впливу імплементується через ефект багатства (англ. «*wealth effects*»). П. Кругман<sup>699</sup> та інші дослідники довели, що вищі ціни нафти зумовлюють трансфер багатства від імпортерів до експортерів нафти, що веде до зміни валютного курсу країн-імпортерів через дефіцит поточного рахунка та вплив інвестицій.

З іншого боку, негативна кореляція може виникнути через те, що зміни курсу долара також значною мірою впливають на ціну нафти. Зокрема, обмінний курс може трансформувати ціни нафти через свій вплив на попит і пропозицію нафти та через фінансові ринки. По-перше, знецінення долара США може стимулювати виробників нафти до зменшення її пропозиції та підвищення цін з метою стабілізації паритетної вартості власних експортних виручок у доларах США. По-друге, знецінення долара може також збільшити попит на нафту, у зв'язку із здешевленням імпорту в національній валюті країн, які не належать до доларової зони. Крім того, деякі країни роблять прив'язку власних валют до долара (зокрема, Китай протягом тривалого часу). Знецінення може збільшити їх попит на нафту, що зумовлено загальним зростанням експорту (залежність тим більша, чим “нафтоінтенсивнішою” є країна<sup>700</sup>).

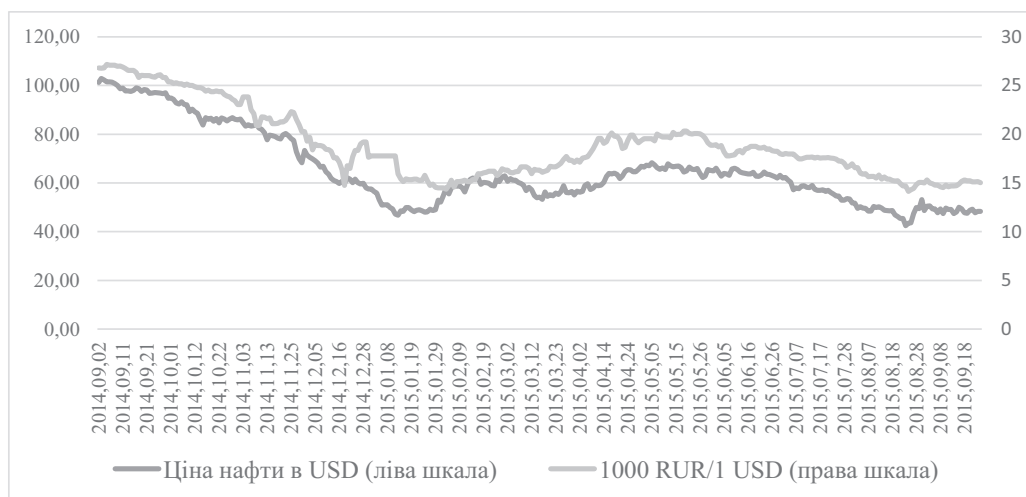
Курси валют також можуть впливати на ціну нафти прямо через фінансові ринки чи непрямо через фінансові активи, ребалансування інвестиційних портфелів та, зокрема, практику хеджування. Оскільки ціни на нафту виражаються в доларах, нафтові ф'ючерси можуть бути впливовим інструментом хеджування проти очікуваного знецінення долара. Важливість зазначеного фінансового каналу може з часом тільки зростати, оскільки обсяг нафтових ф'ючерсів на NYMEX збільшився в п'ять разів з початку 2000-х рр. На відміну від наукових джерел, присвячених каузальності обмінних курсів щодо ціни

<sup>699</sup> Krugman P. Oil Shocks and Exchange Rate Dynamics. *Exchange Rates and International Macroeconomics* / Ed. J.A. Frenkel. Chicago: University of Chicago Press, 1983.

<sup>700</sup> Fratzscher M., Schneider D. and I. Van Robays. Oil Prices, Exchange Rates and Asset Prices. *European Central Bank Working Paper Series*. 2014. No 1689.

нафти, емпіричні підтвердження зворотної залежності є не настільки чисельними.

Емпіричне підтвердження впливу цін нафти на валютний курс можна продемонструвати на прикладі флюктуації ціни нафти та курсу російського рубля на рис. 4.11. Загалом курс російського рубля значною мірою є детермінантом ціни нафти. Особливо наглядно це виявляється при відображенні ціни нафти в російських рублях (рис. 4.12), яка порівняно менш еластична до світових трендів та коливалась у відносно вузькому діапазоні приблизно 3500 руб./бар. протягом 2016 р.

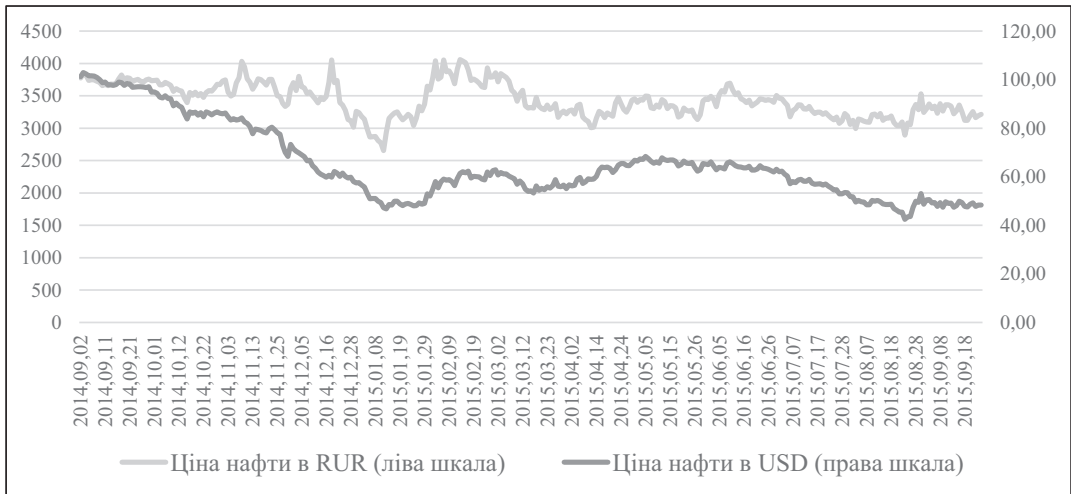


**Рис. 4.11. Динаміка ціни нафти та курсу російського рубля**

*Джерело:* сформовано автором за: Веб-сторінка компанії "ФИНАМ". URL: <http://www.finam.ru/>

Аналогічна залежність спостерігається також для інших країн із вузькою експортною спеціалізацією на торгівлі нафти. Так, Д. Феррара, К. Рогофф та Б. Россі<sup>701</sup> продемонстрували позитивну кореляцію ціни нафти та курсів канадського долара, норвезької крони та австралійського долара щодо долара США. Звичайно, ринок нафти не є винятком. Курс ранда ПАР залежить від ринкової ціни золота, чилійського песо від ціни міді і т.ін.

<sup>701</sup> Ferraro D., Rogoff K. and B. Rossi Can Oil Prices Forecast Exchange Rates? 2015. URL: <http://www.econ.upf.edu/~brossi/OilAndExchangeRates.pdf>.



**Рис. 4.12. Порівняння цін нафти в рублях та доларах**

*Джерело:* сформовано автором за: Веб-сторінка компанії "ФІНАМ. URL: <http://www.finam.ru/>

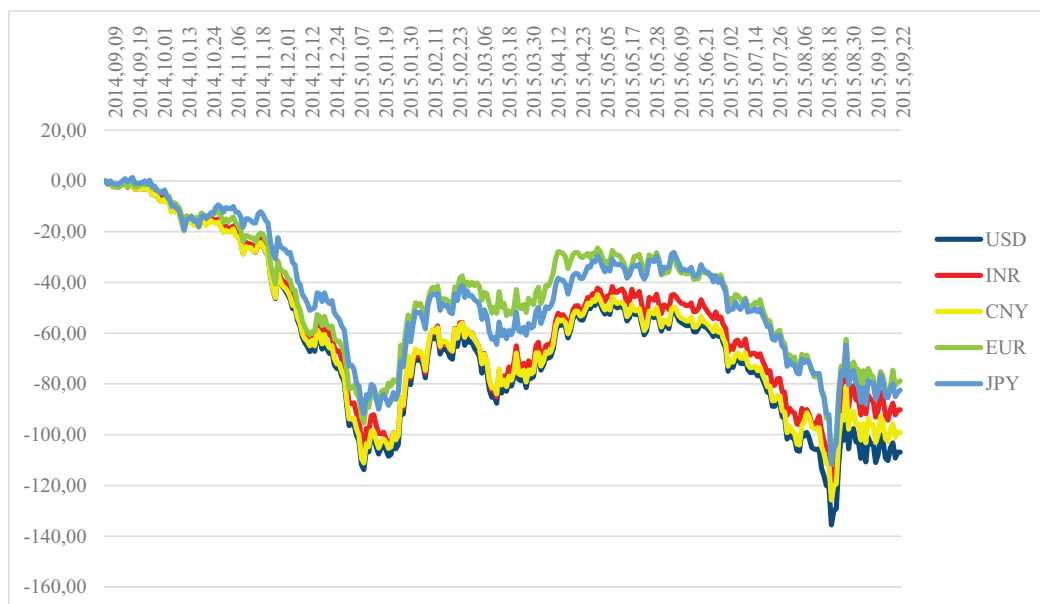
Розглянемо ступінь зміни ціни сирої нафти марки «Brent», вираженої в декількох іноземних валютах протягом 2015 р. (за базовий взято показник 9 вересня 2014 р).

На рис. 4.13 відображена динаміка цін нафти, деномінованої до валют імпортерів нафти (США, країни Європи, Японія, Китай, Індія). І хоча ціни на нафту знизилися у всіх валютах, чітко простежується, що не у всіх валютах це падіння було ідентичним.

Економічне зростання за межами США було відносно доволі повільним, тому зниження цін на нафту розглядалось як потенційний імпульс для світової економіки. У країнах-імпортерах зменшення цін на нафту має означати підвищення чистого реального доходу для споживачів, зниження витрат для виробників, а також поліпшення платіжного балансу країн-імпортерів<sup>702</sup>.

Проте одним з наслідків зміцнення долара США є те, що позитивний ефект від зниження цін на нафту не приведе до інтенсифікації підвищення попиту в інших країнах, тобто значного зростання світової економіки очікувати не варто.

<sup>702</sup> Ліщинський І. Нова економічна географія та альтернативні концепції агломерації виробництва. Журнал європейської економіки. 2009. №3. С. 241–264.

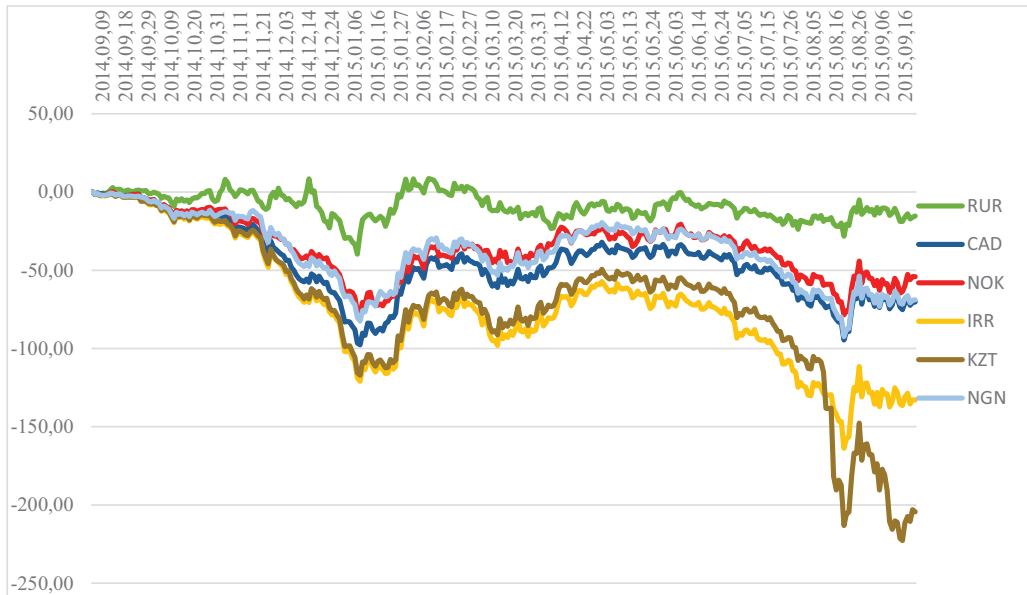


**Рис. 4.13. Зміна ціни нафти денонімованої до курсу валют країн-імпортерів нафти з 09.09.2015 (%)**

*Джерело:* сформовано автором за: Веб-портал фінансової аналітики "Quandl". URL: <https://www.quandl.com/>.

Як підтверджують дані наведеного графіка (рис. 4.13), падіння цін на нафту менш відчутне в країнах Євросони (EUR) та Японії (JPY), де ціна нафти, виражена в євро та єнах, зменшилась із вересня 2014 р. відповідно на 29% та 24% менш ніж ціна, виражена у доларах США. Це означає, що економічний підйом в результаті падіння цін на нафту країни Євросони та Японія відчули не в такій мірі, як США. Однак у даних макроекономічних аналізів, орієнтованих на долар, і прогнозах попиту на нафту ця деталь не відображена.

Серед експортерів чорного золота ціни на нафту здебільшого знизилися ще менше (хоча багато з них прив'язують власні валюти до долара США, як наприклад, Саудівська Аравія, Катар, ОАЕ, Венесуела тощо). Це можна простежити на прикладах Канади (CAD), Нігерії (NGN), Норвегії (NOK) і особливо Росії (RUB). При цьому варто зауважити, що нафта в Ірані (IRR) та Казахстані (KZT) подешевшала значно більше, ніж у США (рис. 4.14).



**Рис. 4.14.** Зміна ціни нафти, денормованої до курсу валют країн-експортерів нафти з 9.09.2015 р. (%)

*Джерело:* сформувано автором за: Веб-портал фінансової аналітики "Quandl". URL: <https://www.quandl.com/>.

Незважаючи на те, що зниження цін на нафту негативно впливає на державні бюджети країн-експортерів, той факт, що таке зменшення цін на нафту зумовлене (частково) зміцненням долара, пом'якшує удар. Відповідно аналіз бюджетного дефіциту в цих країнах, орієнтований на ціни на сиру нафту марки «Brent» в доларах США, буде неточним.

Серед наведених прикладів найбільш гостра ситуація складається в Росії, де за станом на 25 вересня 2015 р. зменшення цін на нафту в рублях з 9 вересня 2014 року становило 15%. Варто зазначити, що левову частку своєї нафти Росія не споживає на внутрішньому ринку, а продає закордон. За даними служби енергетичної інформації США (EIA), 51% від загального російського експорту в 2013 р. становили нафта і нафтопродукти, тому ціна на нафту є важливою складовою макроекономічного благополуччя країни<sup>703</sup>.

<sup>703</sup> Ціна на нафту, курси валют і неоднозначний вплив санкцій на Росію – Forbes. URL: <http://ua.korrespondent.net/business/economics/3509508-tsina-na-naftu-kursy-valuit-i-neodnoznachnyi-vplyv-sanktsii-na-rosiui-Forbes>.



Однак за всіх інших рівних умов переведення дорогих нафтодоларів у дешеві рублі повинно бути вигідним для російської економіки. Щоправда, через здешевлення рубля імпорتنі закупівлі стають дорожчими, тому чистий макроекономічний ефект від знецінення валюти буде значною мірою залежати від платіжного балансу Росії.

Крім того, що РФ зазнала збитків через зниження цін на нафту, оскільки на неї все більший тиск чинять економічні санкції. Зокрема, вони впливають на енергетичний, оборонний і фінансовий сектори. За застосування санкцій знецінення російського рубля посилюється, оскільки стурбовані інвестори вивели з країни власні капітали. Однак обвал рубля означає, що в порівнянні з іншими товарами, виробленими в Росії, доходи, які одержує ця країна за експортовану нафту, збільшилися. І хоча через відсутність доступу до західних ринків капіталу, обладнання та технологій здатність нафтових компаній погашати борги та інвестувати в довгострокові проекти значно зменшилася, різниця між доларовими прибутками і рублевими витратами (на оплату праці та національне обладнання) дещо пом'якшує вплив санкцій.

Відповідно дедалі інтенсивніші процеси регіоналізації ринку нафти та зростаючий вплив цін нафти на валютні курси з часом коригують архітектуру валютних інтеграційних структур. Цікавим є факт, що розглянуті вище регіони зосередження експорту чи імпорту нафти часто територіально відповідають потенційним монетарним об'єднанням. І якщо перспективи створення Північноамериканського валютного союзу (США-Канада або США-Канада-Мексика) та введення регіональної валюти "амеро" виглядають швидше як теорії конспірологів, то з іншими валютними об'єднаннями не настільки однозначна ситуація.

Найбільш реальними здаються перспективи нової регіональної валюти "халіджі" (арабс. «خليجي» – «затока») та створення валютного інтеграційного союзу на основі Ради співробітництва арабських держав Перської затоки. Очікувалося, що союз буде створений у 2015 р. за участю Саудівської Аравії,

Кувейту, Бахрейну та Катару (ОАЕ та Оман повинні були приєднатись згодом). Однак через відсутність суттєвих зрушень проект заморожений після 2013 р.

Доволі невизначеними перспективами визначається також потенційне валютне об'єднання країн ЕКОВАС, багато з яких є нафтовими експортерами. Очікувалось, що до 2020 р. усі формальності щодо введення валюти "еко" будуть завершеними і вона поступово витіснить національні валюти чи навіть західно-африканський франк (франк CFA).

Обговорюється також питання поглиблення інтеграційних процесів серед країн-засновників Митного союзу ЄАЕС – Росії, Казахстану та Білорусі – і створення на їх основі валютного союзу. Російські економісти також теоретично розглядають можливість введення єдиної валюти країн БРІКС чи навіть глобальної валюти на основі кошика, що базується на спільному котируванні рубля, юаня, рупії та валют СПЗ.

Проте всі зазначені перспективи здебільшого окреслюють геополітичні координати, ніж є реальними перспективами. Однак незаперечним залишається факт, що ринок нафти сьогодні є одним з основних факторів, який визначає регіональний паритет валютних курсів країн світу.

Таким чином, міжнародна валютна система сьогодні стикається з чіткою і справжньою небезпекою – валютними війнами. Практично кожна велика економіка прагне до знецінення або принаймні до недооцінки своєї валюти для зміцнення економіки та створення нових робочих місць. Однак девальвація валюти як шлях до збільшення експорту може призвести до більш високих витрат на споживання, конкурентних девальвацій інших країн, збільшення тарифів, введення ембарго та в підсумку випадку спричинити світову рецесію. З огляду на ці несприятливі та непередбачені наслідки складно пояснити, чому країни знову розпочинають валютні війни, які за своєю суттю є взаємноруйнівні і де важко визначити остаточного переможця.

## **4.2. Тренди розвитку регіональної та мультилатеральної валютної інтеграції**

Дослідження процесів трансформації світової валютної системи зумовлено новітніми тенденціями в розвитку міжнародної фінансової архітектури, такими як глобалізація, регіоналізація, валютні протистояння основних центрів економічної сили. Крім того, використання як світової резервної валюти національної валюти однієї з країн-лідерів призводить до значних суперечностей щодо розміщення міжнародної фінансово-економічної сили. Нестійкість курсів валют, що є характерною для сучасної валютної системи, негативно впливає на розвиток міжнародної торгівлі, всієї системи міжнародних розрахунків загалом, що сприяє виникненню необхідності пошуку шляхів підвищення їх стабільності.

На початку 2000-х рр., натхненні успіхом ЄВВС, починають виникати численні регіональні валютні ініціативи. Однак глобальна фінансова криза 2008 р. і суверенна боргова криза в Європі суттєво сповільнили ці процеси. Швидше за все, після досягнення певної глобальної економічної стабілізації валютна регіоналізація надалі інтенсифікуватиметься. Поряд з існуючими нечисленними валютними союзами формуватимуться нові інтеграційні структури – їх прототипи різної міри готовності уже задекларовані для країн Перської затоки (із спільною валютою «халіджі»), Східноафриканської спільноти (східноафриканський шилінг), Західноафриканської монетарної зони (еко), країн АСЕАН+3 (азійська валютна одиниця) тощо.

Одним із можливих трендів розвитку валютної інтеграції є глобальна монетарна уніфікація чи, інакше кажучи, валютний мультилатералізм, за якого весь світ стає єдиним валютним регіоном. В історичній ретроспективі деякі функції світових грошей виконували іспанський долар (XVII–XIX ст.), золото (XIX–XX ст.), долар США (1941–1976 рр., неформально і донині). Свого часу зроблено розрізнені заяви по необхідності формування валютних структур кошикового типу із різним контентом (за участю резервних валют, юаня, російського рубля, рупії і т. ін.), створення нових наднаціональних валют,

повернення до золотого стандарту, введення «натуральних» валют, офіціалізації криптовалют тощо. Наразі, враховуючи загострення геополітичних протистоянь, не видається ймовірним, щоб котрась із існуючих національних валют отримала офіційний статус планетарного платіжного засобу. Аналогічні причини зумовлюють неможливість виникнення також нових глобальних об'єднань ключових національних валют, про що велись дискусії у більш ранніх працях міжнародних політиків та економістів. У сучасних умовах найбільш вірогідною видається модель «витіснення реального монетарного простору віртуальним» (англ. «*shift from virtuality to reality*») <sup>704</sup>, котра виявляється у становленні глобальної електронної валютної системи.

Розглянемо основні інституційно реалістичні сценарії поступу валютного мультилатералізму, котрі не вважаємо абсолютною «валютною утопією»:

1. Реорганізація механізму спеціальних прав запозичень – резервного та платіжного засобу МВФ кошикового типу. Незважаючи на те, що через різні причини функціонал СПЗ не повною мірою реалізовується, однак за своєю природою даний інструмент відповідає суті наднаціональної валюти. Тим не менше принципи обігу СПЗ потребують низки вдосконалень:

а) реформа системи дистрибуції СПЗ, котра сьогодні жорстко прив'язана до частки у статутному капіталі Міжнародного валютного фонду. Остання ж розраховується відповідно до ролі держави у світовій економіці (залежить від розміру ВВП, відкритості, динаміки та обсягів міжнародних резервів). Проте саме країни, що розвиваються найбільшою мірою потребують СПЗ для покращення міжнародної ліквідності, а отже, баланс дистрибуції варто дещо переглянути, збільшивши залучення менш розвинутих держав, не порушивши при цьому стабільності системи. Крім того, пропорція СПЗ у валютних резервах держав залишається мізерною, що робить принципово неможливим використання інструменту для виконання функціоналу провідної резервної

---

<sup>704</sup> Liao J., Chen X., Li S. The exploration of the path of super-sovereign currency. *Proceedings of the 2017 International Conference on Management Engineering, Software Engineering and Service Sciences*. ACM, 2017. P. 311–315.

валюти. Отже, вважаємо за доцільне поступово збільшувати пропозицію СПЗ в активному обігу, а також переглянути засади їх дистрибуції між державами-членами МВФ;

б) розширення операційного діапазону функціонування СПЗ. Сьогодні обіг СПЗ здійснюється за суттю між рахунками державних інститутів (центрального банку чи міністерств фінансів). Однак щоб бути повноцінною наднаціональною валютою, необхідно розширювати сферу циркуляції СПЗ, залучаючи до обміну та інвестицій приватні фірми чи інститути. МВФ міг би здійснити спробу емісії корпоративних цінних паперів, деномінованих у СПЗ, підвищивши цим динамічність і популярність системи;

в) посилення організації управління СПЗ. Сучасна система менеджменту обігу СПЗ де-факто контролюється США (і меншою мірою ЄС), що робить проблематичним незалежне прийняття рішень з боку МВФ. Зазнавши лімітації операційного поля використання СПЗ, апарату МВФ варто надати значно ширші повноваження, котрі забезпечать меншу залежність від впливу центральних банків окремих держав-членів;

г) вдосконалення правил визначення вартості СПЗ. Із 1 жовтня 2016 р. по 30 вересня 2021 р. курс СПЗ буде формуватися відповідно до наступного вагового співвідношення курсів п'яти валют: американський долар – 41,73%, євро – 30,93%, китайський юань – 10,92% (вперше введений до складу валютного кошика), японська єна – 8,33% та фунт стерлінгів – 8,09%<sup>705</sup>. Однак такий середньостроковий за характером принцип формування складу та співвідношення валютного кошика не дає змоги оперативно реагувати на зміни глобальної економіки, що вимагатиме перегляду механізму курсоутворення відповідно до зростання функціоналу СПЗ<sup>706</sup>.

Більш активне залучення СПЗ до міжнародних валютно-фінансових відносин, на чому наполягають деякі країни (особливо Китай, після введення

<sup>705</sup> International Monetary Fund. Special Drawing Right (SDR). URL: <http://www.imf.org/en/About/Factsheets/Sheets/2016/08/01/14/51/Special-Drawing-Right-SDR> (Last accessed: 19.02.2018).

<sup>706</sup> Хоча МВФ залишає за собою право внесення оперативних змін швидше, як у 2021 р., у разі нагальної потреби.

юаня до валютного кошика), дозволить подолати парадокс Триффіна – протиріччя між міжнародним характером використання і національною природою валют. Однак зрозуміло, що процес заміщення долара США як ключової валюти не може бути легким у досягненні, адже це потребує консолідації зусиль і гармонії між глобальними політичними та економічними акторами, чого важко досягти в найближчій перспективі.

2. Витіснення реального монетарного простору віртуальним. Поява та поступовий прогрес електронних валют, котрі розвивались паралельно із «діджиталізацією»<sup>707</sup> повсякденного життя соціуму, зумовлюють необхідність трансформації міжнародної валютної системи, в тому числі враховуючи варіант спонтанної монетарної мультилатералізації. Логічним кроком розвитку світової економіки є емісія центральними банками офіційних національних електронних валют, котрі поступово витіснятимуть з обігу паперові гроші. Таку ініціативу вже озвучив у 2016 р. Ч. Сяочуань, голова Народного банку Китаю. Можна також виділити два потенційні сценарії розвитку електронної моновалютної системи: централізований (електронні СПЗ) та децентралізований (криптовалюти). Розглянемо більш детально кожну з цих опцій.

Модель електронних СПЗ (е-СПЗ)<sup>708</sup> пропонувалась деякими китайськими дослідниками<sup>709</sup> як один із варіантів реформи системи спеціальних прав запозичення, котрі розглянуто вище. Лейтмотив ідеї – запровадження прототипу механізму глобального центрального банку на основі електронної валютної системи. Передбачається, що передусім е-СДР виконуватиме лише резервну функцією з поступовим збагаченням інструментарію функціями платежу та міри вартості.

<sup>707</sup> Англ. «digitalization» - «оцифрування».

<sup>708</sup> Назва моделі є дещо суперечливою, адже СПЗ априорі існують лише в електронному вигляді.

<sup>709</sup> Liao J., Chen X., Li S. The exploration of the path of super-sovereign currency. *Proceedings of the 2017 International Conference on Management Engineering, Software Engineering and Service Sciences*. ACM, 2017. P. 311–315; Yao Y., Yang T. ESDR: the ideal super sovereign currency innovation. URL: [http://www.cnstock.com/v\\_news/sns\\_bwqx/201511/3625078.htm](http://www.cnstock.com/v_news/sns_bwqx/201511/3625078.htm).

Можна виокремити три основоположні принципи моделі е-СДР. По-перше, якорем е-СДР (як і таргетом системи) повинні бути рівень глобального економічного зростання та темпи інфляції, на основі котрих детермінуватиметься пропозиція валюти (адже курс валюти за такої системи стає рудиментом). Пропозиція валюти генерується автоматично на основі програмного алгоритму із використанням даних телеметрії терміналів та їх хабів.

По-друге, необхідно запровадити набір операційних правил, достатньо прозорих для досягнення консенсусу щодо мультинаціонального валютного кредитування. Тобто фактично відбувається повернення до принципів Міжнародного клірингового союзу, пропонованого Дж. М. Кейнсом (розглядались нами при аналізі еволюції парадигми регіональної валютної інтеграції), котрий за правильної організації може бути абсолютно безінфляційним. Цікаво, що філософські обґрунтування даної проблематики здійснено ще в працях мютюелістів (послідовників ідей П.-Ж. Прудона) в ХІХ ст. та представників інших анархічних напрямків економічної теорії.

По-третє, критерій залученості не повинен мати обмежень – у системі е-СДР необхідно створити умови для участі широкого кола суб'єктів (урядів, підприємств, фінансових установ, фізичних осіб).

Другий сценарій розвитку віртуального мультилатералізму базується на принципі децентралізації, характерним прикладом використання якого є популярні сьогодні системи криптовалют. Запустивши у 2009 р. електронну валюту біткоїн<sup>710</sup>, С. Накамото без сумніву розпочав нову віху розвитку платіжних систем, яка в перспективі може трансформуватись у глобальну моновалютну платформу, витіснивши з часом національні грошові одиниці. Вже наприкінці 2017 р. біткоїн став шостою за капіталізацією валютою світу,

---

<sup>710</sup> Концепт біткоїну опублікований у 2008 р. Nakamoto S. Bitcoin: A peer-to-peer electronic cash system, 2008. URL: <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>.

обійшовши російський рубль, британський фунт стерлінгів та швейцарський франк.

Успіх біткоіну дав поштовх для появи численних криптовалют-аналогів, кожній із яких властиві певні особливості. Так, за станом на 21 лютого 2018 р. кількість криптовалют в обігу становила 1515 і продовжує щоденно зростати <sup>711</sup>. Засновниками криптовалют стають як окремі фізичні особи, так і уряди держав (наприклад, «*El Petro*» випускається урядом Венесуели), корпорації («*KodakCoin*»), університети («*Feathercoin*» емітується одним з коледжів Оксфордського університету). Заради справедливості варто відмітити, що значна частина із них випускається винятково для особистої вигоди емітента і часто проект закривається через кілька тижнів після ICO (англ. «*initial coin offering*» – «первинна пропозиція монет») <sup>712</sup>.

Характеристика десяти найбільш популярних (відповідно до обсягу капіталізації) криптовалют за станом на початок 2018 р. наведена в табл. 4.1.

Незважаючи на таке різноманіття, сьогодні жодна з існуючих криптовалют не підходить для виконання функцій світової валюти. На поточному етапі становлення, мабуть, найбільшою проблемою криптовалют є їх надто висока негарантована «фіатність», що зумовлює значний ризик цілковитого позбавлення активів у випадку закриття проекту чи втрати рахунка, а також висока волатильність курсу.

Наприклад, на рис. 4.15 наведено графік флуктуації курсу біткоіна протягом чотирьох місяців на межі 2017–2018 рр., коли ціна одиниці криптовалюти зросла із 6 до 20 тис. дол. США, а потім знову впала до 8 тис. дол. США. Різке зниження курсу біткоіна на початку 2018 р. знову активізувало дискусію про те, чи є криптовалюти черговою «мильною бульбашкою», хоча на

<sup>711</sup> CoinMarketCap. URL: <https://coinmarketcap.com/all/views/all/> (Last accessed:21.02.2018).

<sup>712</sup> За статистикою одного з найбільших ICO-трекерів «TokenData», в 2017 р. проведено 902 ICO. З них 142 таких проекти закрилися ще на етапі збору коштів, а 276 ініціатив збанкрутували відразу після цього. Тобто 46% від всіх ICO 2017 р. завершилися банкрутством підприємств – вони не тривали навіть рік. Збанкрутілі компанії зібрали загалом 104 млн. дол. США. Sedgwick K. 46% of Last Year's ICOs Have Failed Already. *Bitcoin News*, 2018. URL: <https://news.bitcoin.com/46-last-years-icos-failed-already>.



довгостроковому графіку ситуація виглядає як корекція із збереженням тренда до зростання.

Таблиця 4.1

**Криптовалюти із найвищою капіталізацією за станом на 21.02.2018 р.**

Назва	Реліз	Вартість одиниці (дол. США)	Пропозиція (млрд. од.)	Ринкова капіталізація (млрд. дол. США)	Особливості
Bitcoin	2009	10 625	16,8 BTC	182 691	Перша криптовалюта
Ethereum	2015	860	97,7 ETH	85 349	Платформа для створення практично будь-яких децентралізованих онлайн-сервісів на базі блокчейна, що працюють на базі «розумних» контрактів
Ripple	2013	0,98	38,305 XRP	38 688	Криптовалютна платформа для платіжних систем, орієнтована на операції з обміном валют без зворотних платежів; не генерується через майнінг
Bitcoin Cash/BCC	2017	1 332	16,9 BCH	23 064	Форк Bitcoin
Litecoin	2011	211	55,3 LTC	12 076	Форк Bitcoin із схожими принципами функціонування, пірінгова електронна платіжна система
Cardano	2018	0,34	7,8 ADA	8 815	Платформа, орієнтована на використання розумних контрактів, децентралізованих додатків, бічних ланцюгів, багатосторонніх обчислень та метаданих
EOS.IO	2017	8,46	2,9 EOS	8 640	Блокчейн призначений для вертикального та горизонтального масштабування децентралізованих додатків, що потенційно дозволяє проводити мільйони трансакцій за секунду
NEO	2014	120,39	0,16 NEO	8 047	Китайська криптовалюта, що передбачає купівлю цифрових активів та укладання розумних контрактів (купується на біржі, а не майниться)
Stellar	2014	0,39	18,7 XLM	7 289	Децентралізована глобальна фінансова мережа з відкритим вихідним кодом, оптимальна для небанківських мікроплатежів
Dentacoin	2017	0,0009	215 DCN	7 024	Перший концепт блокчейн, розроблений для стоматологічної промисловості

Джерело: сформовано автором за: CoinMarketCap. URL: <https://coinmarketcap.com/all/views/all/> (Last accessed: 21.02.2018) та інформації офіційних веб-сторінок криптовалют.



**Рис. 4.15. Коливання курсу біткоїна (11.2017 р. – 02.2018 р.)**

*Джерело:* сформовано автором за: CoinMarketCap. URL: <https://coinmarketcap.com/all/views/all/> (Last accessed: 21.02.2018)

Сучасні криптовалюти лише частково відповідають функціоналу традиційних валют. Загалом можна виділити три функції (які одночасно можуть бути класифікаційними ознаками) криптографічних токенів, що зумовлюють їх цінність:

- отримання платежів (аналог функції обігу традиційних валют);
- надійне джерело заощаджень – т. зв. «електронне золото»;
- похідна цінність: додаткові можливості, що пропонує криптовалюта, в тому числі за межами блокчейна – наприклад, виконання контрактів чи зберігання даних (криптовалюта при цьому може бути мірою вартості для такого функціоналу).

Незважаючи на те, що жодна з існуючих криптовалют не відповідає трьом критеріям одночасно, однак всі вони ґрунтуються на технології, котра в перспективі може змінити економічне обличчя світу, в т.ч. із монетарною політикою держав та регіональних валютних об'єднань. Ідеться про блокчейн (англ. «*blockchain*») – технологію розподілення баз даних, яка підтримує перелік

взаємозв'язаних ланцюгів записів, що містять певну інформацію (т. зв. блоків), захищених з допомогою криптографії. При цьому кожний блок містить власний унікальний криптографічний ідентифікатор, який ідентифікує (пов'язує) його з попереднім блоком схеми. Після додавання в блокчейн, блоки вже неможливо змінити без втрати даних про всі подальші ланцюги, що негайно інформує інших користувачів системи про обхід правил. Це дає можливість відмовитися від використання модифікованої версії ланцюжка (тому що без визнання модифікованого блоку процесу він стає нелегітимним) і продовжувати працювати з вихідною гілкою блоків.

Технологія блокчейна забезпечує значні переваги при використанні в економіці та повсякденному житті. Основні позитиви пов'язані насамперед із наступними особливостями технології:

- верифікація об'єктів, товарів, споживачів і т. ін. із присвоєнням їм цифрового ідентифікатора, що дозволяє відстежувувати всю історію їх трансакцій (перевага особливо актуальна у сферах, пов'язаних із захистом авторських чи речових прав, ідентифікацією клієнтів, переказами коштів, підрахунком результатів голосування та ін.);

- токенизація активів, що підвищує безпеку передачі даних (насамперед здійснення платежів) за допомогою системи шифрування, при якій продавець/відправник не отримує безпосередніх реквізитів покупця/одержувача (щоправда, сам токен, через який відбувається вираження активів, наприклад, обсяг спожитої енергії, інтенсивність мобільного трафіку, кількість авіаперельотів, отримує додаткову альтернативну вартість, що може призвести до неоднозначних наслідків);

- теоретична децентралізація системи, яка на практиці, однак, не завжди підтверджується, про що йтиметься нижче.

Зазначені три особливості в перспективі можуть привести до формування нового типу господарського укладу, вільного від бюрократії, махінацій та

корупції. Технологія блокчейна вже має приклади реальної імплементації в повсякденній практиці. Насамперед ідеться про такі сфери:

– фінанси: ідентифікація клієнтів («SecureKey», 6 канадських банків); корпоративне голосування («Broadridge Financial Solutions», «JPMorgan», «Northern Trust», «Banco Santander»); взаємозалік бонусів різних програм лояльності («China UnionPay», «IBM»); міжбанківський трансфер коштів (Комерційний банк Катару, банки Туреччини, Оману, ОАЕ, Єгипту, Індії); міжбанківська система взаєморозрахунків («Euroclear», банки «Citi», «Scotiabank» та ін.); угоди з нерухомості («ABN Amro», «IBM»); контроль розрахунку з постачальниками побутової техніки та електроніки за договорами факторингу («М. Відео»); обмін документами («Digital Ecosystem», Сбербанк і ФАС РФ);

– енергетика: платформа для продажу і покупки електроенергії («Grid Singularity»); проект зарядки електромобілів і торговий майданчик для екологічно чистої енергії («RWE»); платформа прямої покупки і продажу електроенергії («Powerpeers», «Vattenfall Europe Innovation GmbH»); торгівля квотами на CO<sub>2</sub> («Energy-Blockchain Labs», «IBM»);

– медицина: система карток медичного обліку («MedRec», «MIT Media Lab»); система обліку рецептів («Chronicled»);

– логістика: управління доставкою продуктів («Walmart», «IBM»);

– державне управління: реєстрація прав на землю («Bitfury», Національне агентства з реєстрації суб'єктів господарювання Грузії); продаж державних активів (e-Auction 3.0, Distributed Labs) тощо <sup>713</sup>.

Однак чи не найбільші перспективи застосування блокчейна відкриваються в царині функціонування центральних банків та грошово-кредитних відносин загалом. У першу чергу, можуть бути переглянуті основи емісії валюти. Сьогодні емісія валюти здійснюється на двох рівнях: на базовому

<sup>713</sup> Гурьева М. Блокчейн-экономика: тренды и перспективы, 2017. URL: <https://te-st.ru/wp-content/uploads/2017/04/Marina-Gureva.pdf>.

рівні вона здійснюється центральним банком; на ширшому рівні – генерується комерційними банками через механізм кредитування (ефект грошового мультиплікатора). За таких умов громадяни не можуть повноцінно володіти (тобто отримувати у приватну власність) грошима, емітованими центральним банком; а центральний банк змушений управляти широкою пропозицією грошей через трансмісійний механізм, котрий не завжди функціонує таким чином, яким очікував центральний банк.

Використання технології блокчейна може докорінно змінити принципи функціонування центральних банків. Емісія цифрової альтернативної валюти центральним банком із наданням можливості безпосереднього володіння нею фізичними чи юридичними особами може стати екзистенційним викликом прошарку комерційних банків. Кардинально трансформуються також ключові принципи грошово-кредитної політики – на зміну опосередкованому і не завжди достатньо сигнальному регулюванню через зміну облікової ставки центральні банки отримують можливість напряду таргетувати пропозицію грошей. Крім того, безпосередній доступ юридичних та фізичних осіб до грошової бази центрального банку зробить (принаймні в теорії) попит на гроші більш прогнозованим. Тобто йдеться про відновлення принципів класичного монетаризму, за якого відбувається врівноваження попиту та пропозиції грошей за відсутності інфляції як такої.

Потенційно національні цифрові валютні системи на основі технології блокчейн могли б трансформуватись у регіональні валютні інтеграційні угруповування чи навіть глобальний цифровий валютний альянс. Наприклад, голова ЄЦБ М. Драгі вказував, що експерти наразі активно досліджують можливість запровадження технології блокчейна у системі ЄЕВС, однак ще поки що не готові до його емпіричного втілення<sup>714</sup>. Обговорення можливостей емісії

---

<sup>714</sup> De Sandro L. Monetary policy with the support of blockchain: an (im)possible future. URL: <https://www.linkedin.com/pulse/monetary-policy-support-blockchain-impossible-future-luca-de-sandro/> (Last accessed: 28.02.2018).

криптовалюти центральними банками наводиться в працях Дж. Конінга <sup>715</sup>, Б. Бродбента <sup>716</sup>, Я Смеца <sup>717</sup>, М. Раскіна та Д. Єрмака <sup>718</sup> та ін. Така валюта вже отримала неформальну назву «федкоїн». Перша спроба емісії офіційної криптовалюти здійснена наприкінці 2017 р. Венесуелою – валюта *El Petro* вводиться для подолання гігантського розриву між офіційним і «чорним» курсом національної валюти і прив'язана до ціни нафти (щоправда, розповсюдження валюти здійснюється авторитарним способом).

Порівняння існуючих систем центральних банків, двох найпопулярніших криптовалют та потенційної валютної інтеграції на основі офіційної централізованої емісії цифрової валюти наводиться в табл. 4.2. Звісно, запровадження офіційної цифрової валюти вимагає серйозних дискусій з перспектив філософії, юриспруденції та економіки і не зможе бути реалізовано, допоки суспільство не буде готовим психологічно та технологічно відмовитись від традиційних грошових систем.

Однак незважаючи на революційні переваги, які пропонує технологія блокчейна, їй властиві також суттєві недоліки, котрі стримують масове використання. Виокремимо основні з них:

1. Децентралізація системи, крім відомих переваг, передбачає також відсутність гарантій повернення коштів у разі технічного збою, ціленаправленого злому чи втрати реквізитів аккаунту. В 2014 р. компанія «Mt. Gox», яка на той час була найбільшим біткоїн-трейдером, через «дірки» в системі безпеки втратила 400 млн. дол. США користувачів. Наступний найбільший біткоїн-трейдер Bitfinex теж припинив функціонування після втрати коштів користувачів.

---

<sup>715</sup> Koning J. Fedcoin: A central bank-issued Cryptocurrency. R3 Rep. 2016. Vol. 15.

<sup>716</sup> Broadbent B. Central banks and digital currencies. London: Speech London School Economics. 2016. Vol. 2. URL: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Pages/speeches/default.aspx>.

<sup>717</sup> Smets J. Fintech and Central Banks. Speech at the Colloquium of the Belgian Financial Forum in cooperation with SUERF, Fintech and the Future of Retail Banking, Brussels, December, 2016. URL: [https://www.suerf.org/docx/1\\_ec5decca5ed3d6b8079e2e7e7bacc9f2\\_9467\\_suerf.pdf](https://www.suerf.org/docx/1_ec5decca5ed3d6b8079e2e7e7bacc9f2_9467_suerf.pdf).

<sup>718</sup> Raskin M., Yermack D. Digital currencies, decentralized ledgers, and the future of central banking. *National Bureau of Economic Research*, 2016. URL: <https://www.ccilindia.com/Documents/Rakshitra/2016/May/Article%20Summary.pdf>.

Таблиця 4.2

**Порівняння принципів існуючих валютних систем і потенційної регіональної/глобальної цифрової валютної системи**

Кри-терії	Фіатна система центробанків	Bitcoin	Ethereum	Офіційна регіональна/ глобальна цифрова валюта
Формування пропозиції грошей	1. Емісія грошей. Купівля та продаж державних цінних паперів центробанком 2. Кредити комерційних банків юридичним і фізичним особам	Алгоритм передбачає максимальну пропозицію в розмірі 21 млн. біткоїнів і розрахований до 2140 р. Зміни в алгоритмі – через механізм «форків»	Необмежене зростання пропозиції. Встановлена річна 2%-на інфляція пропозиції	Емісія здійснюється центральним банком (регіонального чи глобального рівня), котрий пропонує безпосередній механізм кредитування для юридичних та фізичних осіб
Ін'єкції грошей у систему	Позики центральних банків комерційним і комерційних банків бізнесу та домогосподарствам	Через майнінг – перебір цифрових підписів (хешів) для пошуку значень, котрі закривають блок у блокчейні	Алгоритм Ethash	Програмний алгоритм автоматично регулює ін'єкції в систему (чи вилучення) через процентні ставки відповідно до ділової активності суб'єктів та інфляційного таргету
Захист збережень	Національні, колективні та корпоративні системи гарантування банківських вкладень. Особиста відповідальність у разі збереження грошей у готівковій формі	Власники рахунків відповідають особисто за збереження паролів доступу	Алгоритм SHA-256	Механізм гарантування захисту коштів від дій зловмисників
Спосіб і вартість трансакцій грошей	1. Перекази між рахунками на основі клірингу (типово тривають 2–3 операційні дні за наявності мінімального розміру рахунка за певним тарифом) 2. Грошові перекази (значні тарифи, котрі залежать від розміру переказу) 3. Переказ поштою (значна тривалість, високий ризик втрати). 4. Використання кредитних карт (висока швидкість; типовий тариф 3% за кожну покупку)	Запрограмована затримка трансакцій становить 10 хв., де-факто час трансакції становить 1–2 год. і залежить від інтенсивності проведення трансакцій. У теорії відсутні комісії за переказ, а на практиці береться плата за трансакцію, що варіює від 2 до 55 дол. США <sup>719</sup>	Майже миттєве здійснення трансакцій. Плата за трансакції в разі менша, ніж у біткоїна, і може компенсуватись шляхом верифікації трансакцій (основа майнінга в Ethereum)	Миттєве здійснення. Комісія за трансакцію встановлюється відповідно до потреб забезпечення самофінансування системи або відсутня
Бенефіціари системи	Суб'єкти здатні надавати позики під процент (насамперед комерційні банки)	Особи, котрі займаються майнінгом і чия генерація біткоїнів перевищує витрати електроенергії	Особи, котрі володіють значним обсягом ефіру, котрий може бути спрямований на верифікацію трансакцій	Нейтральна система

Джерело: сформовано автором.

<sup>719</sup> Bitcoin, Ethereum Avg. Transaction Fee chart. URL: /comparison/transactionfees-BTC-ETH.html (Last accessed: 28.02.2018).

У 2016 р. організація «DAO» була зламана хакерами, що призвело до крадіжки значних обсягів Етеру (на суму аналогом 53 млн. дол. США). Значною проблемою сьогодні є також використання системи криптовалют для фінансування тероризму, торгівлі наркотичними речовинами, зброєю та іншої забороненої діяльності. Підтримана урядами банківська система надає страхування вкладів, забезпечує поворотність переказів, перевірку особистості, стандарти аудиту і систему розслідування на випадок виникнення проблем. Так, на глобальному чи регіональному рівні повсюдне використання блокчейна потребує інституційних гарантій, котрі можуть бути запропоновані такими структурами, як МВФ, Світовий банк чи Банк міжнародних розрахунків тощо.

2. Операційна (насамперед енергетична) неефективність. Якщо платіжна система «Visa» може обробляти близько 60 000 транзакцій за секунду, то, наприклад, біткоїн історично забезпечує лише 7. І необхідно відмітити, що для цих семи транзакцій за секунду біткоїн вже витрачає приблизно в 35 разів більше енергії, ніж «Visa». Якщо довести частоту біткоїн-транзакцій до 60 000 за секунду, то знадобиться стільки енергії, скільки виробляється в усьому світі <sup>720</sup>. Однак зазначена проблема є радше програмною (так зване «квантування»), ніж структурною. Поступово з'являються технічні модифікації, що дозволяють підвищити ефективність блокчейна. Так, криптовалюта EOS потенційно дозволяє проводити мільйони транзакцій за секунду.

3. Неоднозначність «розумних» контрактів (англ. *smart contracts*). Можливість укладання «розумних» контрактів є однією з основних додаткових функцій, котрі пропонує блокчейн (зокрема, це є основою криптовалютної платформи «Етеріум» та ін.). «Розумні» контракти – це контракти у вигляді програмного забезпечення, а не юридичні документи. Зберігання безпосередньо у блокчейні дозволяє здійснювати передачу цінності, ґрунтуючись безпосередньо на криптографічній згоді сторін. Інакше кажучи, «розумні»

---

<sup>720</sup> Stinchcombe K. Ten years in, nobody has come up with a use for blockchain. URL: <https://hackernoon.com/ten-years-in-nobody-has-come-up-with-a-use-case-for-blockchain-ee98c180100> (Last accessed: 23.02.2018).



контракти є «самореалізованими». У теорії контракти написані у вигляді програм інтерпретувати дешевше, оскільки вони діють у буквальному сенсі математично й автоматично – не існує двох способів інтерпретації, а отже, не потрібні дорогавартісні юридичні диспути. Не потрібно ні юристів, ні комісійних, ні закулісних засідань, що особливо актуально для рутинних трансакцій великих корпорацій. У реальному ж світі вже є приклади проблемності цього підходу. В рамках згаданої нами інвестиційної компанії «DAO» («*Distributed Autonomous Organization*») зазначимо, що інвестори вклали третину власного капіталу у структуру, котра була створена зловмисниками із використанням вразливих місць системи (проблема рекурсії при оновленні системи)<sup>721</sup>.

4. Низка потенційно проблемних технічних аспектів імплементації та принципів архітектури блокчейна. Серед них потрібно виокремити централізованість рахункового ланцюга (в кожному поколінні приймається тільки один блок, інші ж по-суті, генерувалися даремно). Така особливість, окрім значного паразитичного трафіку та надмірного використання енергії, потенційно несе в собі загрози: 1) перехоплення обчислювальної потужності (за генерації нового блоку відбувається як емісія криптовалюти, так і затвердження чергової порції трансакцій, а отже, за існуючого типу консенсусу «Proof-of-Work» («доказ роботою») всю генерацію блоків можна контролювати, перехопивши 51% потужності мережі (де-факто менше), що цілком під силу окремим урядам чи потужним корпораціям); 2) перехоплення мережевих пакетів, що може привести до ізоляції окремих учасників (відкидаючи чи спотворюючи пакети певних підмереж, вузлів або учасників, можна «від'єднати» їх від математично централізованого блокчейна, що у випадку узурпації центрального мережевого вузла дасть змогу паралізувати економіку окремих регіонів, що перейшли на блокчейн, але виявили непокору тоталітарному центру).

---

<sup>721</sup> У підсумку суттєвих втрат вдалось уникнути – всі учасники проголосували заднім числом відшкодувати програмний контракт і повернути кошти їх справжнім власникам.

Взагалі уявлення про децентралізацію криптовалют не зовсім відповідає дійсності. З 2015 р. по 2017 р. група вчених із Корнуельського університету, Ізраїльського технологічного інституту (Техніон) і організації «Ініціатива за криптовалюти і контракти» проводила тривале дослідження стану інфраструктури мереж різних криптовалют, включаючи Bitcoin і Ethereum. Головним результатом аналізу тисяч вузів стало те, що згадані мережі децентралізовані таким чином, як можна було припустити. В принципі було відомо, що існування справжньої P2P-системи можливе лише у випадку якщо кожен майнер працював би як індивідуальний вузол у мережі. Однак реально зараз обчислення здійснюють у пулах, які виконують роль своєрідних «супернодів». Дослідники продемонстрували, що три-чотири вузли контролюють 50–60% обчислень у мережі криптовалют (чотири – у Bitcoin, три – у Ethereum)<sup>722</sup>. Інша група дослідників продемонструвала, що стрімке зростання ціни Bitcoin із 150 до 1000 дол. США за два місяці 2013 р. – це результат маніпуляції двох ботів, котрі ймовірно були ініційовані однією особою чи організацією<sup>723</sup>.

Враховуючи зазначені недоліки, нині наявні спроби ентузіастів запропонувати альтернативи блокчейна, котрі дадуть змогу усунути вузькі місця останнього, не заперечуючи при цьому його переваг верифікованості. Як приклад, можна розглянути концепт, котрий отримав назву «блокнет» (або «блоквеб»). Основні відмінності блокнета від блокчейна є такими:

1. Багато коренів генерації блоків.
2. Будь-який блок може стати вузлом для багатьох інших ланцюгів.
3. Блоки, які мають хоч один вихід у павутину, – ліквідні.
4. Побудова ланцюжків відбувається асинхронно, без обов'язкового загального квантування.

<sup>722</sup> Gencer A. E. Decentralization in Bitcoin and Ethereum Networks. 2018. URL: <https://ArXiv180103998> Cs

<sup>723</sup> Gandal N. Price manipulation in the Bitcoin ecosystem. J. Monet. Econ. 2018.

5. Нівелювання «паразитичного» генерування блоків (99% із них потрапляють у павутину, що приводить до економій на обсягах трафіку, на обчислювальних потужностях і на електроенергії).

6. Необов'язкова ув'язка різних ланцюгів, які можуть розподілятися і функціонувати окремо.

7. Повна децентралізація генерації і як наслідок, неможливість її узурпації, а також прискорення процесів генерації в кожній окремій підмережі.

8. Повна децентралізація розробки програмного забезпечення, можливість формувати різні протоколи і різні формати блоків різними командами розробників.

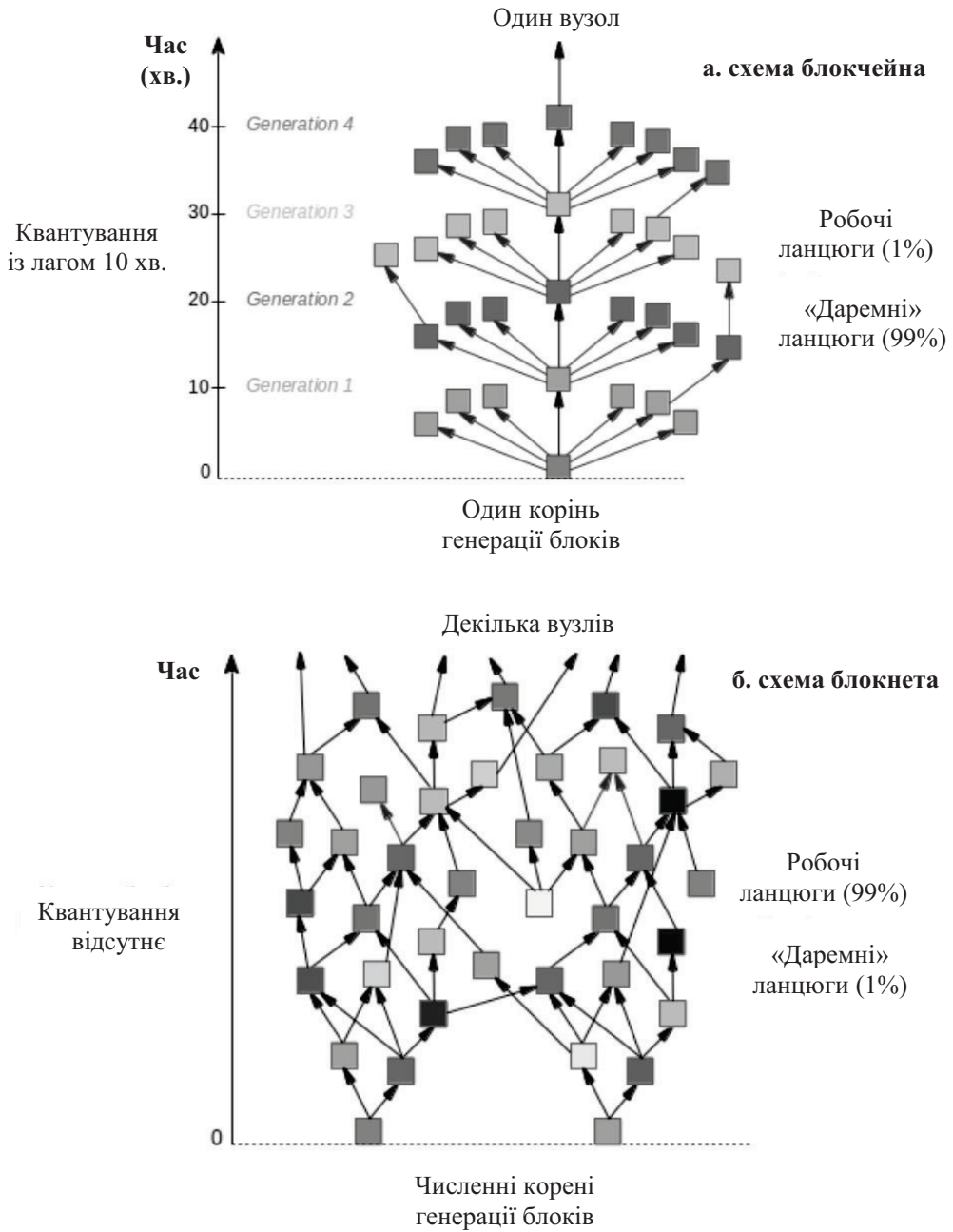
9. Можливість злиття різних ланцюгів навіть після тривалого розмежування підмереж.

10. Замість «Proof-of-work» використовується «Proof-of-sign» – доказ підписами.

11. Безкінечна масштабованість.

Порівняння логічних схем блокчейна та блокнета наводиться на рис. 4.16. Проте концепт блокнета також не є ідеальним. Зокрема, кожному блоку необхідно зберігати якомога більше цифрових підписів (понад 100), а не один підпис на блок як у блокчейна. Крім того існує загроза розраховуватись однією розпискою декілька разів.

Крім того блокнет сам собою пропонує лише децентралізовану систему для перевірки записів/блоків і більше нічого. Зокрема, в нього неможливо ввести механізм емісії глобальної валюти (хоча систему винагород вмонтувати цілком можливо), яка може бути лише за наявності загального консенсусу на кожному кроці генерації та вибору одного блоку-претендента, що в децентралізованому блокнеті неможливо.



**Рис. 4.16. Порівняння логічних архітектур блокчейна та блокнета**

Джерело: авторські модифікації за: Galuyk M. Блеск и нищета Bitcoin (а ещё про blocknet). *Geektimes*. 2017. URL <https://geektimes.ru/post/295839/> (Last accessed: 27.02.2018)

Отже, в умовах глобалізації для нормального функціонування світової економіки необхідна стабільна, передбачена і функціонуюча за заздальгідь

відомими правилами міжнародна валютна система, в основі якої буде лежати підтримка макроекономічної і фінансової дисципліни провідними світовими економіками. Необхідність реформування міжнародної валютної системи зумовлена вразливістю і нестійкістю її структури, що створює загрози гармонійному розвитку міжнародних економічних і валютно-фінансових відносин. Для подолання існуючої асиметричності системи як джерела глобальної нестабільності потрібні реформи, що відходять від реставрації старих принципів «вашингтонського консенсусу» і дозволять побудувати нову систему, що базуватиметься на справедливому порядку у світовій економіці. Пошук нових інструментів світової валютної системи розвивається в напрямку розвитку системи регіональних валют, створення єдиної світової резервної валюти або удосконалення вже існуючих СПЗ Міжнародного валютного фонду, а також офіціалізації децентралізованої системи криптовалют.

Таким чином, формування нової міжнародної валютної системи являє собою довготривалий та складний процес неперервного вдосконалення, який визначає й активізує її нові принципи для утворення повноцінно функціонуючої системи за структурної єдності й органічної взаємодії всіх її елементів за умови міжнародного консенсусу з метою збільшення загального добробуту.

### 4.3. Адаптація досвіду валютної інтеграції держав Центральної та Східної Європи у контексті євроінтеграційних прагнень України

Вибір стратегії монетарної політики та валютних режимів у державах Центральної та Східної Європи (ЦСЄ)<sup>724</sup> вирізняється значною гетерогенністю як між окремими державами, так і в часовій ретроспективі. Валютні режими варіювали від валютних рад до майже «чистого плавання», враховуючи фіксовані та керовані курси валют, валютні коридори, «повзучі» прив'язки та коридори і т. ін. Упродовж перехідного періоду деякі держави відзначалися відносною стабільністю валютних режимів (наприклад, Польща та Чехія), інші ж радикально змінювали стратегічний вектор (Болгарія) (табл. 4.3).

Така різноманітність іноді була незрозумілою, враховуючи спільне соціалістичне минуле і, що важливіше, спільну візію майбутнього – всі держави проголосили, що будуватимуть ринкову економіку з міцною прив'язкою (а в пріоритеті із членством) до економіки Європейського Союзу. Звісно, певна диверсифікація економічних умов держав регіону таки спостерігалась, однак вона навряд чи перевищувала диверсифікацію західноєвропейських держав – останні ж підтримували на практиці гомогенність валютних режимів протягом останнього століття.

Визначальною віхою розвитку регіону можна назвати приєднання більшості держав ЦСЄ до ЄС протягом 2004 р., 2007р. та 2013 р. Із 13 нових членів ЄС 7 уже приєднались до Європейського економічного та валютного союзу: Словенія – у 2007 р., Кіпр та Мальта, котрі не належать до ЦСЄ, – у 2008 р., Словаччина – у 2009 р., Естонія – в 2011 р., Латвія – у 2014 р. та Литва – у 2015 р. На цьому етап географічного розширення ЄВВС припинився і в найближчій перспективі не спостерігається бажаних кандидатів, котрі б відповідали усім критеріям валютної інтеграції. Варто відмітити, що більшість

---

<sup>724</sup> У дослідженні використовуватимемо методологію ОЕСР, згідно з якою до ЦСЄ належать: Албанія, Болгарія, Хорватія, Чехія, Угорщина, Польща, Румунія, Словацька Республіка, Словенія та три країни Балтії – Естонія, Латвія та Литва.

держав ЦСЄ на етапі вступу в ЄС виражала намір введення євро, однак частина із них згодом відмовилась від цієї ідеї під впливом тих чи інших обставин.

Таблиця 4.3

**Еволюція режимів валютного курсу в державах ЦСЄ, що входять до ЄС**

Держава	Національна валюта (до введення євро)	Режим валютного курсу	Приєднання до ЄВС
Болгарія	лев	З 1997 р. – валютна рада, раніше – вільне плавання	Не визначено
Естонія	євро (крона)	З 2011 р. – членство в ЄВС; до 2011 р. – валютна рада (євро)	01.01.2011 р.
Латвія	євро (лат)	З 2014 р. – членство у ЄВС; 2004–2013 рр. – валютна рада (євро); 1994–2004 рр. – валютна рада (долар США)	01.01.2014 р.
Литва	євро (лит)	З 2015 р. – членство в ЄВС; 2005–2014 рр. – фіксація до євро; 1994–2004 рр. – фіксація до кошика СДР	01.01.2015 р.
Польща	злотий	З 2000 р. – вільно плаваючий курс із таргетуванням інфляції; 1995–2000 р. – кероване плавання	Не визначено
Румунія	лей	З 1994 р. – кероване плавання	Не визначено
Словаччина	євро (крона)	З 2009 р. – членство у ЄВС	01.01.2009 р.
Словенія	євро (толар)	З 2007 р. – членство у ЄВС; з 2005 р. – фіксований курс	01.01.2007 р.
Угорщина	форинт	З 2008 р. – вільне плавання; до 2008 р. – кероване плавання; з 2002 р. – таргетування інфляції	Не визначено
Чехія	крона	З 1997 р. – вільне плавання з таргетуванням інфляції (2015 р. – 05.2017 р. – де-факто фіксований курс); 1995 – 1997 рр. – кероване плавання	Не визначено

*Джерело:* складено автором на основі звітів МВФ та даних ЄЦБ.

Проаналізувавши стратегії формування режимів валютних курсів у державах ЦСЄ, можна виокремити декілька періодів. На початковому етапі основне завдання, що постало перед державами Центральної та Східної Європи, полягало в стабілізації економічної ситуації, котра детермінувалась насамперед надвисоким рівнем інфляції. З метою стримування інфляції деякі уряди вирішили застосовувати «повзучу» прив'язку до зовнішнього якоря. Відповідно інші держави, зокрема Болгарія та Румунія, незважаючи на існування високого рівня інфляції, спершу запровадили плаваючий валютний курс. Таке рішення

цих держав було зумовлене низьким рівнем їх золотовалютних резервів на початку 1990-х рр., що унеможливило подальшу підтримку режиму валютної прив'язки.

У середині 1990-х рр., коли більшість держав Центральної та Східної Європи зуміла приборкати інфляцію і необхідність стабілізації економіки за допомогою зовнішнього якоря стала менш необхідною, з'явилася можливість запровадити більш гнучкі режими валютних курсів. Стабілізація економіки та відновлення економічного зростання разом із лібералізацією рахунків капіталу сприяли припливу значних обсягів інвестицій. Держави, котрі протягом деякого часу застосовували фіксовані курси (Польща, Угорщина, Чехія), змушені були витратити значні обсяги золотовалютних резервів на їх підтримку, що змусило уряди переглянути режими валютних курсів своїх валют у напрямку їх послаблення. Однак варто зауважити, що не всі держави Центральної та Східної Європи пішли шляхом пом'якшення режиму своїх валютних курсів. Так, наприклад, прибалтійські країни – Естонія, Латвія та Литва – продовжували підтримувати фіксовані курси своїх валют. У даному контексті лише Болгарія стала винятком, кардинально змінивши режим валютного курсу, відійшовши від плаваючого валютного курсу й запровадивши валютну раду спершу до німецької марки, а згодом до євро.

Зміни у валютній політиці більшості держав Центральної та Східної Європи, які відбулися протягом останніх десяти років, визначалися перспективами приєднання цих країн до спільної валюти й необхідністю узгодження валютних режимів відповідно до інституційних вимог, які накладає участь у монетарному союзі. Оцінювання процесу валютної інтеграції держав ЦСЄ відбувається з огляду на декілька основних перспектив. Здебільшого дослідники-економісти розглядають макроекономічні умови готовності чи неготовності держави до вступу в ЄЕВС. Акцент при цьому робиться на ефектах «наздоганяючого зростання», відкритості економік, синхронізації бізнес-циклів, доцільності відмови від валютного курсу як інструменту коригувального



механізму<sup>725</sup>. Натомість дослідники-політологи намагаються пояснити, яким чином політичні процеси ведуть до зміни згаданих макроекономічних умов, приводячи економіку у відповідність до критеріїв конвергенції. Основна увага при цьому фокусується на політичній ідентичності, трансфері знань між центральними банками, дискурсі між політичними елітами, а також пристосуванні до тисків глобалізації та «європеанізації»<sup>726</sup>.

І хоча всі нові члени ЄС, котрі приєднувались до організації в 2004 р., 2007 р. та 2013 р., згідно з договірними положеннями взяли зобов'язання запровадити євро як тільки будуть виконані критерії конвергенції, однак остаточне рішення про приєднання до зони євро залишається внутрішньою прерогативою. І хоча деякі держави (як наприклад, Данія) скористались офіційною «відмовою» (англ. «opt-outs») від використання євро, приклад Швеції демонструє, що держава, котра навіть пов'язана умовами Договору про функціонування Європейського Союзу, може відмовитись від спільної валюти з допомогою внутрішніх інструментів (референдум у Швеції в 2003 р.). Держава також може залишитись поза єврозоною, не виконуючи частину критеріїв конвергенції. Так, претендент може відмовитись від запровадження ЕРМ II, одна з ключових вимог якого полягає в тому, що коливання курсів валют держав ЄС не повинно перевищувати діапазон  $\pm 15\%$ , як це де-факто відбулось у Чехії, Угорщині та Польщі.

Можна виявити декілька особливостей, характерних для процесу регіональної валютної інтеграції держав ЦСЄ. По-перше, всі нові члени, що

---

<sup>725</sup> De Grauwe P., Schnabl G. Exchange rate regimes and macroeconomic stability in Central and Eastern Europe. *Euro Adopt. Cent. East. Eur. Oppor. Chall.* 2005; Eichengreen B. European monetary integration with benefit of hindsight. *MIT Press Books.* 2012. Vol. 50. No 1. P. 123–136. URL: <https://ideas.repec.org/b/mtp/titles/0262050846.html>; Schadler S. 10 Euro Adoption in the Accession Countries: Vulnerabilities and Strategies. *Euro Adopt. Cent. East. Eur. Oppor. Chall.* 2005; Lipschitz L., Lane T., Mourmouras A. Real convergence, capital flows, and monetary policy: notes on the European transition countries. *Euro Adopt. Cent. East. Eur. Oppor. Chall.* 2005. Vol. 25, No 18.5. P. 130.

<sup>726</sup> Dyson K. The Euro at Ten: Europeization, Power, and Convergence. Oxford: Oxford University Press, 2008; Greskovits B. The First shall be the Last? Hungary's Road to EMU. *Enlarg. Euro Area Extern. Empower. Domest. Transform. East Cent. Eur.* 2006. P. 178–96; Johnson J. Two-track diffusion and central bank embeddedness: the politics of Euro adoption in Hungary and the Czech Republic. *Review of International Political Economy.* 2006. Vol. 13, No 3. P. 361–386; Epstein R. A., Johnson J. Uneven integration: Economic and monetary union in Central and Eastern Europe. *JCMS J. Common Mark. Stud.* 2010. Vol. 48, No 5. P. 1237–1260; Pechova A. Legitimising discourses in the framework of European integration: The politics of Euro adoption in the Czech Republic and Slovakia. *Review of International Political Economy.* 2012. Vol. 19, No 5. P. 779–807.

прийняли євро, були малими відкритими економіками. Їх номінальний ВВП переважно не перевищував у 2017 р. 50 млрд. дол. США (лише у Словаччині розмір ВВП становив 95 млрд. дол. США). Тобто ВВП кожного із нових членів ЄЕВС не перевищує 0,6% ВВП ЄС, а сумарна частка усіх п'яти держав ЦСЄ, що приєднались до ЄЕВС, становить лише 1,4% від ВВП ЄС.

Приклади Словенії, Словаччини, Естонії, Латвії та Литви актуалізують питання про те, чи малі відкриті економіки структурно більш схильні до прийняття спільної валюти. В даному контексті варто виділити декілька ключових чинників приєднання до єврозони згаданих держав ЄС. По-перше, вони приєднались до ERM II заздалегідь і були готовими апріорі підтримувати стабільний курс валют. По-друге, тогочасні уряди вказаних держав вважали прийняття євро важливим символом наближення до «центру» Європи. У деяких випадках відбувались зміни в складі урядів, якщо їх представники відходили від інтенсивного курсу на зближення із ЄЕВС (наприклад, у Словаччині). Іноді відбувався навіть відхід від принципів демократії заради промоції законодавчих норм, необхідних для пришвидшення прийняття євро (випадок Словенії).

Процедура входження до ЄЕВС держав ЦСЄ не була надто «легкою прогулянкою». Так, незважаючи на плани Литви щодо приєднання до єврозони ще у 2006 р., Європейська комісія оцінила, що на той час держава не відповідає інфляційному критерію конвергенції на 0,1%. У підсумку Литва виконала усі критерії лише у 2014 р. і запровадила євро з 2015 р. На противагу, Латвія не здійснювала особливих різких кроків для досягнення маастрихтських критеріїв у 2000-х рр. Економіка Латвії чи не найбільше серед усіх претендентів зазнала збитків через відголоски глобальної кризи у 2009 р., і відповідно уряд не виявляв особливої ініціативи, та й не мав можливості, для акумуляції зусиль для євро-поступу. Та зрештою, всупереч рекомендаціям Європейської комісії та Міжнародного валютного фонду Латвія не відмовилась від режиму валютної ради і таки продовжила поступовий курс на виконання критеріїв конвергенції та запровадження євро, що й було досягнуто у 2014 р.

Загалом можна відмітити, що держави ЦСЄ, котрі стали піонерами європейської валютної інтеграції визначались тривалою політикою фіксованих курсів валют (табл. 4.4). Литовський лит знаходивсь у системі ERM II протягом 10 років, латвійський лат – понад 8 років, естонська крона – більше 6 років перед введенням євро. Отже, бізнес-середовище даних держав мало достатньо часу для оцінювання здатності економіки функціонувати за умов валютно-курсової стабільності як у докризовий період, так і під час турбуленцій, що спостерігались після 2008 р.

Таблиця 4.4

**Порівняння періоду участі держав ЦСЄ в ERM II**

Держава	Дата приєднання до ERM II	Дата приєднання до ЄВС	Загальний час в ERM II
<b>Держави ЦСЄ</b>			
Словенія	28.06.2004	01.01.2007	2,5 роки
Словаччина	28.11.2005	01.01.2009	понад 3 роки
Естонія	28.06.2004	01.01.2011	6,5 років
Латвія	02.05.2005	01.01.2014	8,5 років
Литва	28.06.2004	01.01.2015	10,5 років
<b>Деякі інші держави</b>			
Греція	01.01.1999	01.01.2001	2 роки
Данія	01.01.1999	–	понад 19 років*
Кіпр	02.05.2005	01.01.2008	2,5 роки
Мальта	02.05.2005	01.01.2008	понад 2,5 роки

*Примітка:* \* датська крона брала участь у першому ERM з моменту його запровадження (13.03.1979 р.) й автоматично стала учасницею ERM II; загалом Данія стабілізує власну валюту відносно євро (а перед цим ЕКЮ) понад 39 років.

*Джерело:* сформовано автором.

Натомість Польщі, Угорщині та Чехії здебільшого властиві де-факто плаваючі курси. Варто відмітити, що доволі важко досягти конвергенції, якщо претенденту спершу необхідно адаптуватись до ERM. Зазначених трудностей зазнали раніше Італія та Велика Британія, котрі в 1990-х рр. приєднались до «Європейського механізму валютних курсів», однак дуже швидко були змушеними від нього відмовитись.

Можна окремо виділити ще один напрямок наукових досліджень, що дає змогу проаналізувати причинно-наслідковий зв'язок між «європеанізацією» та

навчальним процесом<sup>727</sup>. Одним із висновків згаданих досліджень є те, що швидкий інституційний розвиток держав ЦСЄ відбувається не лише як наслідок європейської інтеграції, а й в результаті набуття історичного досвіду, визначення особливостей внутрішніх політик і забезпечення постійного навчального процесу. Одна з основних цілей, яку намагались «привити» державам ЦСЄ та іншим перехідним економікам, була необхідність досягнення незалежності центральних банків та захист цінової стабільності<sup>728</sup>. Логічним кроком вважається перехід від незалежного національного центрального банку до членства у Європейській системі центральних банків<sup>729</sup>. Але разом із тим, підготовка до прийняття євро винятково через налаштування функціонування центрального банку відповідно до умов ЄЕВС не є самодостатньою. На думку К. Дайсона, котрий досліджував прийняття євро державами ЦСЄ, найкращим чином вплив ЄЕВС виявляється через «... визначення та узгодження відповідних рамок»<sup>730</sup> із міжнародними, європейськими та національними компонентами.

Говорячи про дослідження, які інколи об'єднують за назвою «концепція європеанізації», то варто зазначити, що їх актуальність обмежується періодом розвитку держав Центральної та Східної Європи, починаючи від кінця «холодної війни» та завершуючи вступом згаданих держав у ЄС<sup>731</sup>. Концепція європеанізації не дає змоги ґрунтовно пояснити той феномен, що манера адаптації держав ЦСЄ до «євро-мейнстріму» кардинально відрізняється в до- та післяінтеграційний періоди<sup>732</sup>. Інституційний розвиток держав ЦСЄ був не

<sup>727</sup> Zito A. R., Schout A. Learning theory reconsidered: EU integration theories and learning. *Journal of European Public Policy*. 2009. Vol. 16, No 8. P. 1103–1123; Radaelli C. M. Measuring policy learning: regulatory impact assessment in Europe. *Journal of European Public Policy*. 2009. Vol. 16. No 8. P. 1145–1164.

<sup>728</sup> Epstein R. A., Johnson J. Uneven integration: Economic and monetary union in Central and Eastern Europe. *JCMS J. Common Mark. Stud.* 2010. Vol. 48, No 5. P. 1237–1260.

<sup>729</sup> Dyson K., Marcussen M. Central banks in the age of the euro: Europeanization, convergence, and power. Oxford: Oxford University Press, 2009.

<sup>730</sup> Dyson K. The Euro at Ten: Europeanization, Power, and Convergence. Oxford: Oxford University Press, 2008.

<sup>731</sup> Schimmelfennig F., Sedelmeier U. Governance by conditionality: EU rule transfer to the candidate countries of Central and Eastern Europe. *Journal of European Public Policy*. 2004. Vol. 11, No 4. P. 661–679.

<sup>732</sup> Featherstone K., Papadimitriou D. The limits of Europeanization: reform capacity and policy conflict in Greece. Springer, 2008.

стільки результатом європеанізації, скільки ефектом внутрішніх інтересів нових членів ЄС<sup>733</sup>.

У деяких дослідженнях наголошується на важливості внутрішньої системи управління та особистостей, задіяних у процесах інтеграції з ЄЕВС<sup>734</sup>. В окремих працях також розглянуто питання розуміння відмінностей, що зумовлюють дивергенцію результатів європейської валютної інтеграції серед держав Центральної та Східної Європи, а також намагаються пояснити, чому уряди деяких держав змінили курс щодо прийняття євро, спостерігаючи незмінність торговельних потоків та інших економічних процесів<sup>735</sup>.

Для кращого розуміння процесів монетарної трансформації у державах Центральної та Східної Європи розглянемо більш детально перебіг відповідних процесів валютної інтеграції у Словаччині, Болгарії та Польщі. Зазначені держави відібрані, враховуючи їх відносно більший розмір економіки та різні підходи до процесів валютної інтеграції. Так, Словаччина була завжди яскраво вираженим апологетом ідей європейської валютної інтеграції та одна із перших в ЦЄЄ приєдналась до ЄЕВС. Болгарія ж, не будучи членом зони євро, тим не менше запровадила режим валютної ради насамперед для боротьби із тривалою гіперінфляцією. Польща, застосовуючи режим інфляційного таргетування, не здійснювала рішучих кроків у напрямку введення євро, а після останньої боргової кризи в ЄС скептичні настрої в суспільстві відносно валютної інтеграції тільки посилились. Досвід прийняття стратегічних монетарних рішень зазначених країн може бути корисним у перспективі і для України.

---

<sup>733</sup> Malová D., Haughton T. Making institutions in Central and Eastern Europe, and the impact of Europe. *West European Politics*. 2002. Vol. 25. No 2. P. 101–120.

<sup>734</sup> Dyson K. Featherstone K. The road to Maastricht: negotiating economic and monetary union. Oxford: Oxford University Press, 1999; Verdun A. European responses to globalization and financial market integration: perceptions of economic and monetary union in Britain, France and Germany. Berlin: Springer, 2000; Hallerberg M. Veto players and the choice of monetary institutions. *Int. Organ.* 2002. Vol. 56, No 4. P. 775–802; Sadeh T., Verdun A. Explaining Europe's monetary union: A survey of the literature. *Review of International Studies*. 2009. Vol. 11, No 2. P. 277–301.

<sup>735</sup> Johnson J. Two-track diffusion and central bank embeddedness: the politics of Euro adoption in Hungary and the Czech Republic. *Review of International Political Economy*. 2006. Vol. 13, No 3. P. 361–386; Epstein R. A., Johnson J. Uneven integration: Economic and monetary union in Central and Eastern Europe. *JCMS J. Common Mark. Stud.* 2010. Vol. 48, No 5. P. 1237–1260; Pechova A. Legitimising discourses in the framework of European integration: The politics of Euro adoption in the Czech Republic and Slovakia. *Review of International Political Economy*. 2012. Vol. 19, No 5. P. 779–807; Dandashly A. The political impediments to euro adoption in Poland. *Problems of Post-Communism*. 2015. Vol. 62, No 5. P. 287–298.

Після подолання економічної кризи кінця 1990-х рр. та запровадження ринкових реформ уряд Словацької республіки поставив перед собою доволі амбітне завдання – вступити в зону євро першою серед країн Вишеградської групи. Формальною умовою готовності країни до прийняття єдиної валюти є виконання вимог номінальної конвергенції – маастрихтських критеріїв, що має за мету забезпечення збалансованого економічного розвитку країн-членів Євросони. На підставі даних Євростату, Міністерства фінансів Словацької республіки та Національного банку Словаччини аналітики банку «VÚB» провели аналіз виконання критеріїв конвергенції під час трансформаційного періоду, результати якого відображені у табл. 4.5.

Таблиця 4.5

**Виконання маастрихтських критеріїв Словацькою республікою  
у трансформаційний період**

Критерій та ступінь його виконання	Роки			
	2005	2006	2007	2008
Державний дефіцит (% ВВП)	2,8	3,7	2,2	2,0
<i>Виконання</i>	<b>V</b>	<b>V</b>	<b>V</b>	<b>V</b>
Державний борг (% НДР)	34,1	30,4	29,4	31,0
<i>Виконання</i>	<b>V</b>	<b>V</b>	<b>V</b>	<b>V</b>
Рівень інфляції (%)	2,8	4,3	1,9	2,9
<i>Виконання</i>	<b>x</b>	<b>x</b>	<b>V</b>	<b>V</b>
Стабільність довгострокових процентних ставок (%)	3,5	4,4	4,7	4,5
<i>Виконання</i>	<b>V</b>	<b>V</b>	<b>V</b>	<b>V</b>

Klučka J., Strelcová S., Leláková E. Implementation of euro in Slovakia. *Mechanics. Transport. Communications*. 2009. No. 2. URL: <http://www.mtc-aj.com/library/353.pdf>

Варто відмітити, що позиція словацького уряду полягала у здійсненні політики на користь виконання критеріїв конвергенції, котрі вважалися неминучими та необхідними, незалежно від приєднання до євросони. Адже ефективні системи державного фінансування освіти та охорони здоров'я, а також гнучкий ринок праці, є важливими для успішного розвитку економіки будь-якої країни.

Приєднання до єврозони стало важливим етапом на шляху входження країни у європейські структури і вплинуло на подальший розвиток економіки Словаччини. Процес підготовки до вступу в зону євро розпочався ще в середині 2003 р., а саме за рік до того, як країна фактично приєдналася до Європейського Союзу<sup>736</sup>, схваленням урядом Стратегії введення євро в Словацькій Республіці.

Хоча реалізація даної стратегії на практиці розпочалася з приєднання у 2005 р. до ERM II та проведенням політики дотримання маастрихтських критеріїв. Процес прийняття євро був завершений 1 січня 2009 р. Весь процес приєднання Словаччини до зони євро поділено на 4 етапи та представлено в табл. 4.6.

Вступ Словаччини у єврозону збігся з найбільш руйнівним роком світової фінансової кризи. Так, 2009 р. характеризувався нестабільністю та невизначеністю у всьому світі, однак економічні показники, представлені у табл. 4.7, свідчать про те, що Словаччина підтримувала монетарну та фіскальну стабільність.

Протягом 2007 – 2016 рр. Словаччина отримала 12 млрд. євро з фондів ЄС, що становить 15 % ВВП та більше 2144 євро на душу населення. У межах мети конвергенції кошти європейських фондів орієнтовані на регіони, де ВВП на душу населення нижче 75 % від середнього показника в ЄС. За винятком Братислави, решта регіонів країни могли претендувати на ці кошти. Натомість, Братислава отримала фінансову підтримку з метою підвищення конкурентоспроможності, підтримки інновацій, зайнятості та соціальної інтеграції.

Введення євро у Словаччині позитивно відобразилося на багатьох економічних процесах, однак мало і свої недоліки. Серед переваг приєднання до єврозони слід виокремити зниження трансакційних витрат, зменшення валютних ризиків; цінову транспарентність, посилення тиску в реалізації фіскальної політики. При цьому існують обмеження та ризики, серед яких одним з найбільш істотних вважається втрата автономності у сфері валютної політики і можливість

---

<sup>736</sup> Словацька республіка вступила в ЄС 1 травня 2004 р.

реагувати на кон'юнктурні дисбаланси розвитку світової економіки зміною обмінного курсу національної валюти.

Таблиця 4.6

### Процес введення євро в Словаччині

<b>1-ий етап – до введення ERM II</b>	
2005 р.	Проходження процедур щодо застосування механізму валютних курсів ERM II
<b>2-ий етап - від входу в ERM II до рішення про приєднання Словацької республіки до Єврозони</b>	
28.11. 2005 р.	Введення ERM II
До 05.2008 р.	Звіти про конвергенцію Європейської комісії та ЄЦБ
Травень-червень 2008 р.	Процедура оцінювання в європейських установах
Червень 2008 р.	Рішення Ради ЄС про скасування винятку
Червень 2008 р.	Визначення рейтингу конвертації SKK / EUR у Раді ЄС
<b>3-й етап – від рішення про вхід в єврозону до фактичного введення євро</b>	
Липень-грудень 2008 р.	Забезпечення необхідною кількістю євробанкнот і мінімальних коштів для грошових потоків Словацької республіки
Вересень-грудень 2008 р.	Надання Національному банку та комерційним банкам Словаччини євробанкнот та монет
Грудень 2008 р.	Забезпечення роздрібною торгівлі євробанкнотами та монетами
Липень 2008 р. – грудень 2009 р	Обов'язкове подвійне ціноутворення – всі роздрібні ціни, сплата податків, пенсій тощо обов'язково виражено як у євро, так і в словацьких кронах
До 31 грудня 2008 р.	Переобладнання касових апаратів, автоматичних та інших машин, що працюють на монетах та банкнотах
<b>4-й етап – після входу в Єврозону</b>	
1 січня 2009 р.	Євро вводиться як у готівковий, так і безготівковий потік без проміжного періоду за так званим сценарієм "великого вибуху" і стає законною валютою на території Словацької республіки. Словацька крона стає часткою євро в перерахунку, встановленому Радою ЄС
До 16 січня 2009 р.	Подвійний грошовий потік – протягом короткого періоду подвійного грошового потоку на території Словацької республіки використовувалися як засоби платежу як євро, так і словацькі крони. Проте словацькі корони не поверталися в обіг, а поступово вилучалися з нього
З 17 січня 2009 р.	Продовження процесу обміну словацьких крон на банкноти та монети євро в комерційних банках та Національному банку Словацької республіки. Євромонети Словаччини є дійсною валютою у всіх країнах єврозони, а валютні монети інших країн єврозони є дійсними валютою в Словаччині. Банкноти однакові в усій Єврозоні.
До 31 грудня 2009 р.	Обов'язкове подвійне ціноутворення
До червня 2010 р.	Рекомендоване подвійне ціноутворення

Джерело: Klučka J., Strelcová S., Leláková E. Implementation of euro in Slovakia. *Mechanics. Transport. Communications*. 2009. No 2. URL: <http://www.mtc-aj.com/library/353.pdf>.



Таблиця 4.7

## Макроекономічні показники Словаччини за 2003 – 2016 рр.

Індикатор Роки	Зростання реального ВВП	Інфляція	Рівень безробіття	Експорт, млрд. євро
2003	4,7 %	8,4 %	15,2 %	19,4
2004	5,2 %	7,5 %	14,3 %	29,6
2005	6,5 %	2,8 %	11,6 %	32,9
2006	8,5 %	4,3 %	10,4 %	40,9
2007	10,4 %	1,9 %	8,4 %	47,3
2008	6,4 %	3,9 %	7,7 %	49,5
2009	- 4,7 %	0,9 %	11,4 %	39,7
2010	4,0 %	0,7 %	12,5 %	48,3
2011	3,3 %	4,1 %	13,6 %	56,4
2012	3,4 %	3,7 %	14,4 %	62,1
2013	0,9 %	1,5 %	13,5 %	64,2
2014	2,5 %	- 0,1 %	12,3 %	64,7
2015	3,6 %	- 0,3 %	10,6 %	67,9
2016	3,3 %	- 0,5 %	9,7 %	70,1

Джерело: The Statistical Office of the Slovak Republic. URL: [www.statistics.sk](http://www.statistics.sk); Slovak National Bank. URL: [www.nbs.sk](http://www.nbs.sk).

Отже, Словаччина демонструє приклад позитивних результатів введення євро, що супроводжується зниженням трансакційних витрат на 0,3% ВВП щорічно<sup>737</sup>. Проте приєднання до євризони все ще не забезпечує чіткого ефекту позитивного довгострокового впливу на інвестиції, зайнятість та економічне зростання, що пов'язано здебільшого зі збігом у часі введення євро у Словаччині та розгортанням глобальної рецесії. Однак досвід Словаччини підтверджує необхідність гнучких ринків праці та товарів для компенсації втрати національної монетарної політики та доводить важливість спільної валюти для країн з інтенсивними торговими відносинами.

Болгарська економіка зазнала вражаючих змін під час переходу від планової до ринкової економіки. На початку перехідного періоду Болгарія ввела плаваючий обмінний курс та проводила незалежну монетарну політику

<sup>737</sup>Goliaš P. Slovakia in eurozone. *INEKO*, July 2015. URL: <http://Slovakia%20in%20Eurozone.pdf>.

порівнянно з країнами Центральної та Східної Європи. Використання такої монетарної політики та слабкого банківського нагляду лежать в основі ряду економічних та фінансових шоків, які вплинули на економічне зростання. Після банківської кризи, гіперінфляції та втрати іноземних резервів під тиском Міжнародного валютного фонду (МВФ) Болгарія в липні 1997 р. здійснила перехід до режиму валютної ради, що дозволило стабілізувати економічну, платіжну та банківську системи. В рамках валютної ради болгарський лев (BGN) був прив'язаний до німецької марки з 1997 р., а після її зникнення і по сьогоднішній день – до євро.

Запроваджений Болгарією режим визначається як квазівалютна рада, аналогічний до того, що існував в Естонії. Для даного режиму характерна низка особливостей, що зумовлює його більшу гнучкість порівняно з класичними валютними радами. Серед основних відмінностей від класичної валютної ради зазначають такі:<sup>738</sup>

- іноземною валютою покривається повний обсяг зобов'язань Болгарського національного банку (банкноти, монети та депозити), які сформовані урядовими депозитами та резервами комерційних банків;
- національний банк регулює діяльність комерційних банків.

У рамках режиму валютної ради Болгарський національний банк (БНБ) може рефінансувати кредитні установи лише у разі виникнення системного ризику для стабільності банківської системи, а позики не повинні перевищувати суми наявних коштів у депозиті Банку департаменту, розміщеного у відділі емісії. БНБ може надавати позики лише банкам-платникам, які мають потребу в ліквідних коштах, причому лише під заставу ліквідних активів. Таким чином суворо обмежена функція кредитора останньої інстанції сприяє зниженню рівня морального ризику у фінансовій системі.

---

<sup>738</sup> Dobrev D. The Currency board in Bulgaria: Design, peculiarities, and management of foreign exchange cover, BNB, 1999.

Відповідно до механізмів валютної ради Болгарія дотримується жорсткої фінансової дисципліни, що дозволило знизити податки на залучені інвестиції в економіку від місцевих та іноземних інвесторів та допомогло пом'якшити тягар податків на населення. У рамках валютної ради недостатня монетарна політика була компенсована накопиченням іноземних резервів у Національному банку Болгарії (БНБ)<sup>739</sup>.

Інтеграція Болгарії із структурами ЄС стала позитивним стимулом для розвитку економіки<sup>740</sup>. Економічне зростання було зумовлено приватним споживанням, інвестиційною діяльністю, зниженням безробіття та збільшенням експорту<sup>741</sup>. Банківські кредити, спрямовані на підприємства, сприяли модернізації промислового сектору, збільшенню виробництва та створенню робочих місць, кредити для домашніх господарств привели до розширення внутрішнього споживання, а зростання внутрішнього попиту зумовило підвищення рівня інфляції та реальне подорожчання болгарської валюти щодо євро.

У 2005 – 2008 рр. економічний бум супроводжувався збільшенням обсягів зовнішньої торгівлі, протягом яких обсяг імпорту перевищував експорт, що сприяло поглибленню негативної тенденції дефіциту платіжного балансу. Реалізація грошово-кредитної політики Болгарії як на початку кризи, так і у відповідь на її наслідки, була ускладнена обмеженою кількістю інструментів через неможливість проведення незалежної монетарної політики за рахунок режиму валютної ради<sup>742</sup>. Таким чином, у 2009 р. з метою зменшення дефіциту бюджету було задіяно фіскальні заходи: скорочення витрат та збільшення податків.

---

<sup>739</sup> Christova-Balkanska I. Bulgarian economic development and EU integration. How FDI and EU Structural Funds could help this process? *Revista Romana de Economie*. 2016. p.42.

<sup>740</sup> Болгарія стала членом ЄС 1 січня 2007 р.

<sup>741</sup> Ліщинський І. О. Стратегія формування полюсів зростання в Болгарії. *Вісник Тернопільського національного економічного університету*. 2016. №3. С. 61–71.

<sup>742</sup> Kuryliak V., Lishchynskyy I., Lyzun M., Komar N. Benchmarking of local production systems in Eastern Europe and Ukraine. *Management & Governance*. 2017. №17. С. 15–29.

Приєднання до зони євро є бажаним для Болгарії, однак точна дата залежить від приєднання до «Європейського механізму валютних курсів» (ERM), який називають «залом очікування» єврозони. Мінімальний період перебування в ERM II становить два роки, а максимальний залежить від готовності країни до введення єдиної європейської валюти.

У табл. 4.8 представлено критерії номінальної конвергенції Болгарії. Зазначені показники свідчать про те, що економіка Болгарії за станом на 2015 р. відповідає більшості Маастрихтських критеріїв, окрім рівня консолідованого державного дефіциту, котрий перевищує максимальний поріг згідно з встановленими Маастрихтськими критеріями (-3% ВВП).<sup>743</sup>

Згідно за даними звіту щодо конвергенції Європейської комісії за 2016 р., Болгарія досі не виконує умов для прийняття євро, беручи до уваги оцінку юридичної сумісності, виконання критеріїв конвергенції та врахування додаткових факторів<sup>744</sup>.

Таблиця 4.8

**Виконання маастрихтських критеріїв Болгарією,  
порівняння 2008 та 2015 рр.**

Показник	Маастрихтські критерії	Роки	Болгарія
Рівень інфляції	4,1	2008	12,0
	1,2	2015	-1,7
Довгострокова номінальна відсоткова ставка	6,2	2008	5,4
	5,3	2015	3,2
Курсові коливання щодо євро	±15 %	2008	–
		2015	–
Консолідований державний дефіцит	<3%	2008	+1,6
		2014	-3,4
Державний борг	<60%	2008	13,3
		2014	27

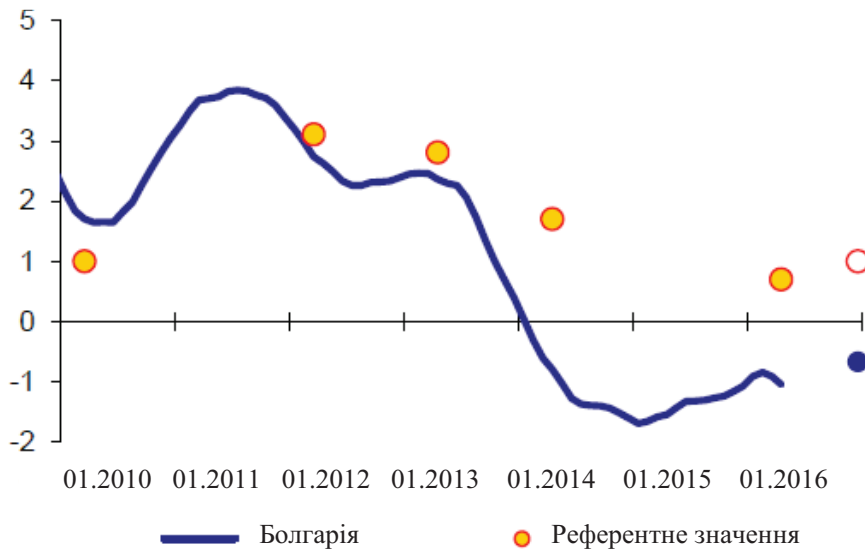
*Джерело:* модифіковано автором за: Isarescu M. Unconventional monetary policies and financial stability: implications for banks and financial markets. CIGI – Oliver Wyman. Rome, 2015

<sup>743</sup> Radulescu M. Adopting euro in the new member states of the European union. *Annals of Constantin Brancusi University of Targu-Jiu. Economy Series.* 2016. No 4.

<sup>744</sup> Convergence Report - June 2016 (PDF). European Commission Institutional Papers 26. June 2016. Brussels. 200 p. URL: [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/file\\_import/ip026\\_en\\_2.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/file_import/ip026_en_2.pdf).

Болгарія виконує критерій конвергенції щодо стабільності цін. Середній рівень інфляції за 12 місяців до квітня 2016 р. у країні становив -1,0%, що є значно нижчим показником від контрольного значення 0,7%. Річний рівень інфляції в Болгарії був негативним від літа 2013 р., такий спад викликаний масштабним поєднанням дезінфляційних чинників. У квітні 2016 р. річна інфляція становила -2,5% (рис. 4.17).

Низький рівень цін у Болгарії (47% від середнього показника в євросоні в 2014 р.) забезпечує значний потенціал для подальшого зближення рівня цін у довгостроковій перспективі.



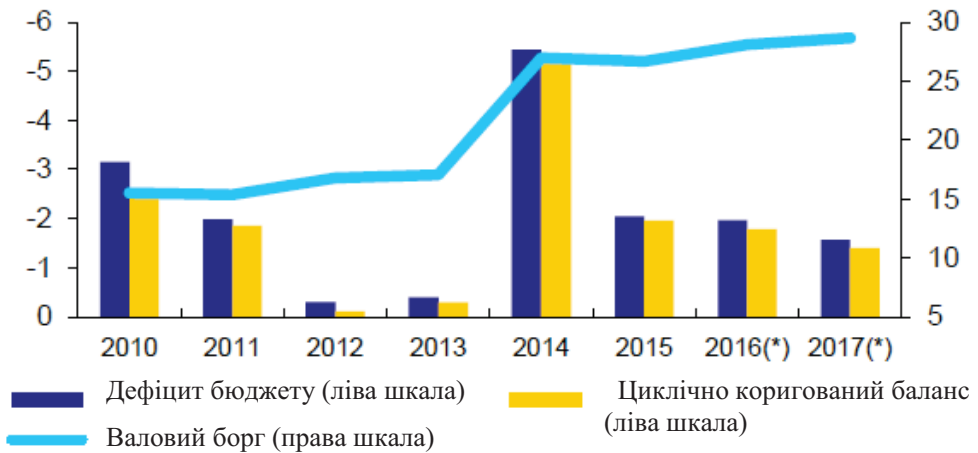
**Рис. 4.17. Виконання Болгарією критерію конвергенції щодо інфляції з 2010 р.**

Джерело: Convergence Report – June 2016. *European Commission Institutional Papers*. URL: [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/file\\_import/ip026\\_en\\_2.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/file_import/ip026_en_2.pdf)

Виконано Болгарією у 2016 р. критерій щодо рівня дефіциту державного бюджету. Так, загальний дефіцит державного бюджету збільшився з 0,8% ВВП у 2013 р. до 5,4% у 2014 р., що відбулось здебільшого за рахунок реалізації заходів підтримки фінансового сектору. Відношення дефіциту до ВВП у 2015 р. становило 2,1%, у 2016 р. – 2,0% та у 2017 р. – 1,6% (за прогнозом Європейської комісії).

Співвідношення валового державного боргу становило 26,7% ВВП у 2015 р., 28,1% – у 2016 р. та прогнозується, що цей показник збільшиться до 28,7% ВВП у 2017 р. (рис. 4.18). На підставі оцінювання Комісії щодо Програми з конвергенції 2016 р. Болгарія загалом відповідає положенням Пакту стабільності та економічного зростання. Незважаючи на це, подальші заходи будуть потрібні для забезпечення відповідності в 2016р. та 2017 р.

Інвертована шкала



**Рис. 4.18. Виконання Болгарією критерію конвергенції щодо балансу державного бюджету та державного боргу з 2010 р.**

Джерело: Convergence Report – June 2016. *European Commission Institutional Papers*. URL: [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/file\\_import/ip026\\_en\\_2.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/file_import/ip026_en_2.pdf)

Болгарія також виконує критерій конвергенції щодо довгострокових процентних ставок. Так, середня довгострокова процентна ставка в Болгарії в квітні 2016 р. становила 2,5%, що нижче від контрольної величини 4,0%. Слід відмітити, що довгострокові процентні ставки в Болгарії знизилися з 3,5% на початку 2014 р. до приблизно 2,5% на початку 2015 р.

Болгарія не виконує критерію конвергенції щодо обмінного курсу, оскільки не бере участі в ERM II. Крім того, є ряд зауважень щодо законодавства, зокрема Закон про Національний банк Болгарії не повністю відповідає вимогам єврозони.

Таким чином, на сьогодні для Болгарії вагомою перешкодою на шляху до єврозони стала необхідність участі в ЕРМ II. Поєднання обмежень, що впливають із застосованого режиму фіксованого обміну (валютної ради) та вимог Маастрихтського договору, привело до посилення фіскальної дисципліни в Болгарії і відповідно до покращення стану державного бюджету та стабільності рівня суверенного боргу навіть у період кризи. Фінансовий сектор Болгарії добре інтегрується з фінансовим сектором ЄС, зокрема через високий рівень іноземної власності у своїй банківській системі. Однак на корпоративному рівні економіка характеризується нестабільністю у фінансовому секторі та високою заборгованістю в контексті обмеженої адаптації ринку праці.

Республіка Польща взяла на себе зобов'язання ввести єдину європейську валюту під час приєднання до Європейського Союзу в 2004 р., хоча для її вступу у валютний союз не було встановлено конкретних термінів. На перших порах після приєднання до ЄС бачення польського уряду та суспільства відповідало політичним порадам міжнародних інституцій. Зокрема, Міжнародний валютний фонд (МВФ) був прихильником раннього прийняття євро Польщею через його очікуваний вплив на поживлення торгівлі, зменшення витрат на позики та прискорення економічного розвитку.

Проте з початком глобальної фінансової кризи витрати на приєднання до єврозони стали більш чіткими. Багато країн єврозони потребували надання допомоги. Стабільність єврозони була під питанням, а співвідношення витрат та переваг від приєднання до ЄВС постійно змінювалося. Нові держави-члени, включаючи Польщу, почали переглядати переваги валютного союзу та ймовірність проведення реформи ЄВС.

Згідно з даними звіту щодо конвергенції Європейської комісії за 2016 р.<sup>745</sup>, Польща не виконує умов для прийняття євро, беручи до уваги оцінку юридичної

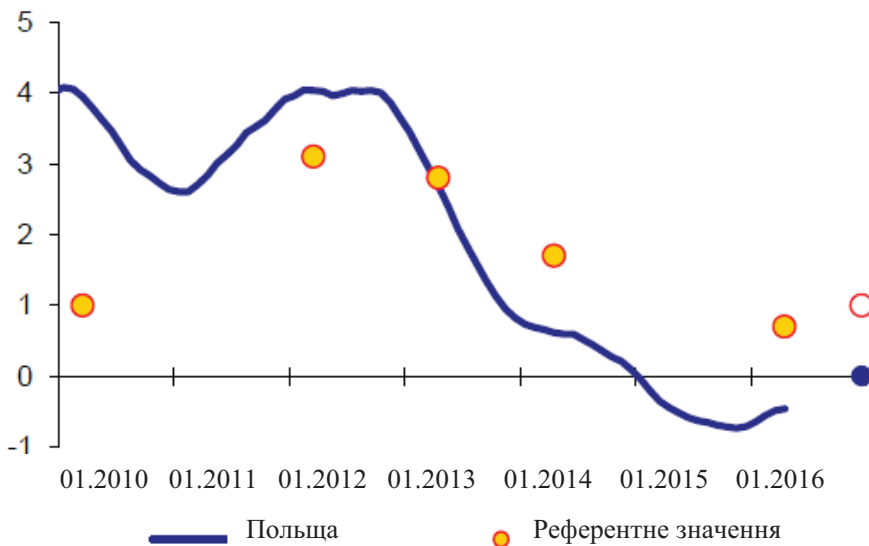
---

<sup>745</sup> Convergence Report - June 2016 (PDF). European Commission Institutional Papers 26. June 2016. Brussels. 200 p. URL: [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/file\\_import/ip026\\_en\\_2.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/file_import/ip026_en_2.pdf).

сумісності, виконання критеріїв конвергенції та врахування додаткових факторів.

Польща виконує один із найважливіших критеріїв конвергенції, а саме щодо стабільності цін. Слід відмітити, що середній рівень інфляції в Польщі протягом 12 місяців до квітня 2016 р. становив  $-0,5\%$ , що нижче від контрольного значення  $0,7\%$ . Очікується, що такий тренд збережеться і протягом наступних років.

Річний індекс інфляції став негативним ще у серпні 2014 р. та знизився до свого мінімуму ( $-1,3\%$ ) у лютому 2015 р. Ці зміни відбулися переважно через зниження світових цін на нафту та продукти харчування. Згідно з прогнозом Європейської комісії очікується, що інфляція збільшиться поступово з  $-0,6\%$  у 2016 р. до  $1,6\%$  в 2017 р. (рис. 4.19) Порівняно низький рівень цін у Польщі (близько  $55\%$  від середнього показника в єврозоні в 2014 р.) свідчить про потенціал подальшого зближення цін у довгостроковій перспективі.



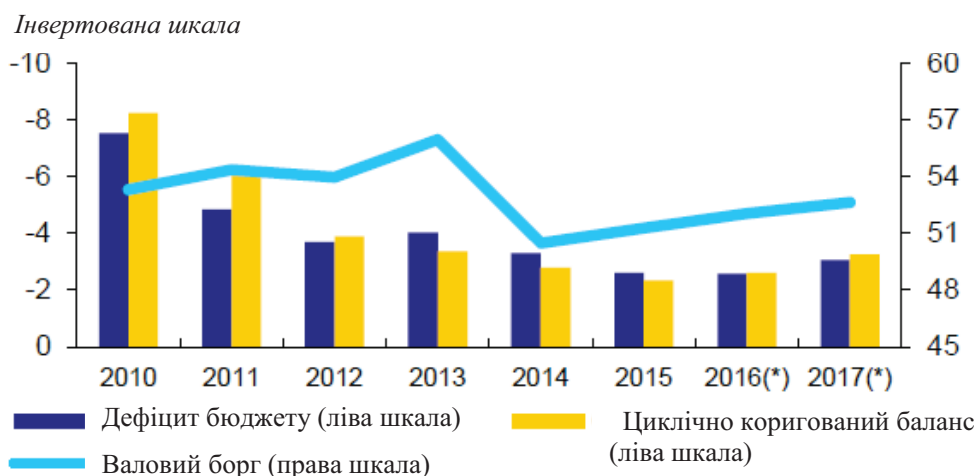
**Рис. 4.19. Виконання Польщею критерію конвергенції щодо інфляції з 2010 р.**

Джерело: Convergence Report – June 2016. *European Commission Institutional Papers*. URL: [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/file\\_import/ip026\\_en\\_2.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/file_import/ip026_en_2.pdf)



Щодо рівня дефіциту державного бюджету Польща виконує цей критерій конвергенції. Загальний дефіцит державного бюджету скоротився з 4,0% ВВП у 2013 р. до 3,3% у 2014 р. завдяки реалізації заходів з фіскальної консолідації<sup>746</sup>. Відношення дефіциту до ВВП у 2015 р. збільшилося до 2,6%, залишалось незмінним (2,6% ВВП) у 2016 р. та згідно з прогнозом Європейської комісії збільшиться до 3,1% у 2017 р. Співвідношення загального державного боргу до ВВП збільшилося з 51,3% у 2015 р. до 52,7% в 2017 р. (рис. 4.20).

Згідно з оцінюванням Європейської комісії наявний ризик того, що Польща не дотримається умов Пакту стабільності та зростання, оскільки існує ризик значного відхилення від рекомендованого показника. Зазначимо, що Польща залишається єдиною країною ЄС, яка не має і не планує створювати незалежну податкову раду.



**Рис. 4.20. Виконання Польщею критерію конвергенції щодо балансу державного бюджету та державного боргу з 2010 р.**

*Джерело:* Convergence Report – June 2016. *European Commission Institutional Papers*. URL: [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/file\\_import/ip026\\_en\\_2.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/file_import/ip026_en_2.pdf)

Польща також виконує критерій конвергенції щодо довгострокових процентних ставок. Середня довгострокова процентна ставка в квітні 2016 р. становила 2,9%, що нижче від референтного значення (4,0%).

<sup>746</sup> Convergence Report - June 2016 (PDF). European Commission Institutional Papers 26. June 2016. Brussels. 200 p. URL: [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/file\\_import/ip026\\_en\\_2.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/file_import/ip026_en_2.pdf).

Однак Польща не виконує критерій конвергенції щодо обмінного курсу. Польський злотий не бере участі в ERM II. Польща використовує режим плаваючих валютних курсів, що дозволяє здійснювати інтервенції на валютному ринку центральним банком. Крім цього, є ряд моментів в законодавчій сфері, які необхідно привести у відповідність до вимог ЄВС, зокрема Закон про Національний банк Польщі та Конституцію Республіки Польща.

Слід зауважити, що рішення про введення євро є не тільки економічним, доволі часто переважаючими є саме політичні фактори. З цієї точки зору до переваг щодо введення євро у Польщі слід зарахувати такі<sup>747</sup>:

1. Застосування євро переміщує Польщу на швидкісну смугу Європи «двох швидкостей».
2. Євро витупає захистом від зовнішніх загроз суверенітету країни.
3. Громадська думка щодо прийняття євро.
4. Правові зобов'язання.

На сьогодні перехід на єдину європейську валюту у Польщі розглядається лише в довгостроковій перспективі. У 2016 р. міністр розвитку і фінансів М. Моравецький заявив про те, що країні не вигідно приєднуватися до зони євро, але в середньостроковій перспективі ситуація може змінитися.

Таким чином, привабливість прийняття євро для Польщі зменшилася з двох основних причин. По-перше, Польща продемонструвала наявність дієвіших національних наглядових та регуляторних систем, ніж у країнах єврозони, а її монетарна політика була більш ефективною у підтримці сталого економічного зростання. По-друге, переваги прийняття євро, пов'язані з торгівлею, скорочення витрат на позики та зниження трансакційних витрат були значно переоцінені.

Аналіз еволюції валютних режимів у державах Центральної та Східної Європи свідчить про унікальність того шляху, який кожна із цих держав пройшла

---

<sup>747</sup> Carlson M., Carroll C., Chan I. and others. Should Poland Join the Euro? An Economic and Political Analysis. Princeton University, 2016. URL: <https://www.princeton.edu/sites/default/files/content/Should%20Poland%20Join%20the%20Euro.pdf>.

(або перебуває на етапі проходження) у напрямку до спільної валюти. Досвід цих держав демонструє, що немає універсального алгоритму, який найкращим чином і з найбільшими вигодами для будь-якої держави описував би послідовність заходів макроекономічного характеру, які необхідно здійснити з метою найшвидшого запровадження спільної валюти. Однак нині чітко простежується тенденція, яка полягає в тому, що всі держави, які вже запровадили євро, брали участь у механізмі ERM II.

#### 4.4. Детермінація ролі України в процесах регіональної валютної інтеграції

Підхід до формування валютно-курсової політики в Україні не вирізнявся однозначністю в історичній ретроспективі. Після введення національної грошової одиниці можна виокремити дві фази де-факто фіксованого курсу: 1999–2007 рр. із офіційним номінальним курсом, що дещо вищий, як 5 грн. за дол. США, та 2008–2013 рр. із офіційним курсом, наближеним до 8 грн. за дол. США. Згадані періоди чергувались із фазами керованого, а часто «панічного», плавання. Основні віхи еволюції режимів валютно-курсової політики в Україні висвітлено в табл. 4.9.

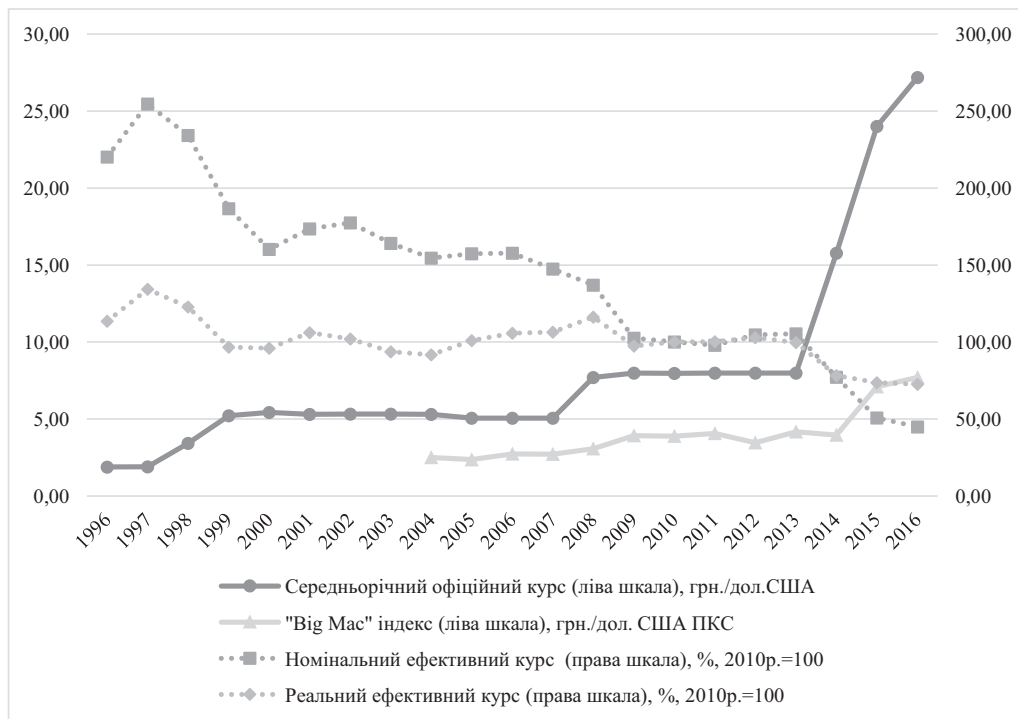
Таблиця 4.9

##### Еволюція режимів валютного курсу

Період	Режим валютного курсу
1993	Плаваючий
1993–1996	Фіксована прив'язка
1996–2000	Фіксований валютний коридор
2000–2008	Повзучий валютний коридор (де-юре); Фіксована прив'язка (де-факто)
2008–2014	Кероване плавання (де-юре); Фіксований валютний коридор (де-факто)
2014–2016	Кероване плавання
2016–2018	Інфляційне таргетування (де-юре з 2017 р.)

*Джерело:* оновлено за: Glushchenko S., Tkalenko S. Threats and benefits of exchange rate regimes for Ukraine in terms of European integration. *Baltic Journal of Economic Studies*. 2016. Vol. 2. No. 2, P. 32–39.

Впродовж усього часу функціонування національної валюти, доволі актуальним питанням було також те, наскільки курс гривні відповідає її реальній вартості. На рис. 4.21 відображено графік флуктуації офіційного номінального курсу поруч із графіком коливання реального курсу гривні, оціненого за методикою індексу «Big Mac». На рис. 4.19 також (права шкала) відображено динаміку номінального та реального ефективних курсів гривні за оцінюванням МВФ відповідно до індексу споживчих цін.



**Рис. 4.21. Динаміка курсу гривні відповідно до різних методик оцінювання**

*Джерело:* складено автором відповідно до даних: International Monetary Fund. Data – Exchange Rates incl. Effective Ex. Rates. URL: <http://data.imf.org/regular.aspx?key=61545862> (Last accessed: 24.12.2017); The Big Mac index. *The Economist*. URL: <http://www.economist.com/content/big-mac-index> (Last accessed: 24.12.2017).

Доволі значна поточна недооцінка національної валюти, яка простежується як за індексом «Big Mac», так і за даними МВФ, створювала б значні перешкоди для валютної інтеграції. Однак можливість емпіричного застосування принципів валютної інтеграції в Україні видається малоймовірною в найближчій перспективі. Розглянемо окремо потенціал запровадження кожного із режимів валютної інтеграції у вітчизняних реаліях.

Інституційно найменш складним у впровадженні є режим валютної ради, що передбачає жорстку та забезпечену фіксацію курсу національної валюти до іноземного якоря. Можливість запровадження режиму валютної ради в Україні

розглядається у працях Ю. Городниченка<sup>748</sup>, Т. Сіскоу та Є. Савельєва<sup>749</sup>, С. Ханке<sup>750</sup>; також пропонувалась (безуспішно) низкою сенаторів США для прийняття як офіційної рекомендації МВФ щодо врегулювання інфляційної кризи в Україні в 2014 р.<sup>751</sup>.

Теоретично введення режиму валютної ради в Україні могло б виявитись ефективним насамперед для забезпечення фінансової дисципліни та деполітизації монетарних акторів в умовах слабких вітчизняних інститутів. Звісно, у сучасних реаліях критеріїв класичної валютної ради не достатньо для ефективного функціонування не мікроекономіки, тому не видається можливим уникнення запозичень інструментарію центрального банку. Квазівалютна рада українського штибу мала б можливість використовувати частину «арсеналу» дисконтної та девізної політики. Дискусійним є питання делегування валютній раді функціоналу «кредитора останньої інстанції», що, незважаючи на значний моральний ризик, може виявитись тимчасово необхідним інструментом для повернення довіри суспільства до вітчизняної банківської системи (остання повинна генерувати левову частку чистих надходжень валютної ради, проте наразі є недорозвинутою в Україні).

Враховуючи значний рівень інфляційного «перенесення» (англ. *«path-through»*) девальвації в Україні<sup>752</sup>, валютно-курсова стабільність за умов валютної ради могла б сприяти зниженню темпів інфляції, що в свою чергу здійснювало б низхідний тиск на рівень внутрішніх процентних ставок та підвищувало загальну довіру до монетарного суб'єкта та фінансової системи

<sup>748</sup> Городниченко Ю. Почему Currency Board Стал бы Плохой Политикой для Украины. URL: <https://archive.voxukraine.org/2015/05/21/currency-board-for-ukraine-no-rus/> (дата обращения: 25.12.2017).

<sup>749</sup> Сіску Т., Савельєв Є. Валютні режими і валютнокурсва політика України у вимірах благословенної і неблагословенної трійці. *Журнал Європейської Економіки*. 2016. № 2. С. 143–171.

<sup>750</sup> Hanke S. H. Bulgaria's Currency Board versus Ukraine's Chaos. URL: <https://www.cato.org/blog/bulgarias-currency-board-versus-ukraines-chaos> (Last accessed: 25.12.2017).

<sup>751</sup> Сенатори США пропонують Україні запровадити режим валютного управління - currency board. URL: <https://news.finance.ua/ua/news/-/323691/senatory-ssha-proponuyut-ukrayini-zaprovadyty-rezhym-valyutnogo-upravlinnya-currency-board> (дата звернення: 25.12.2017).

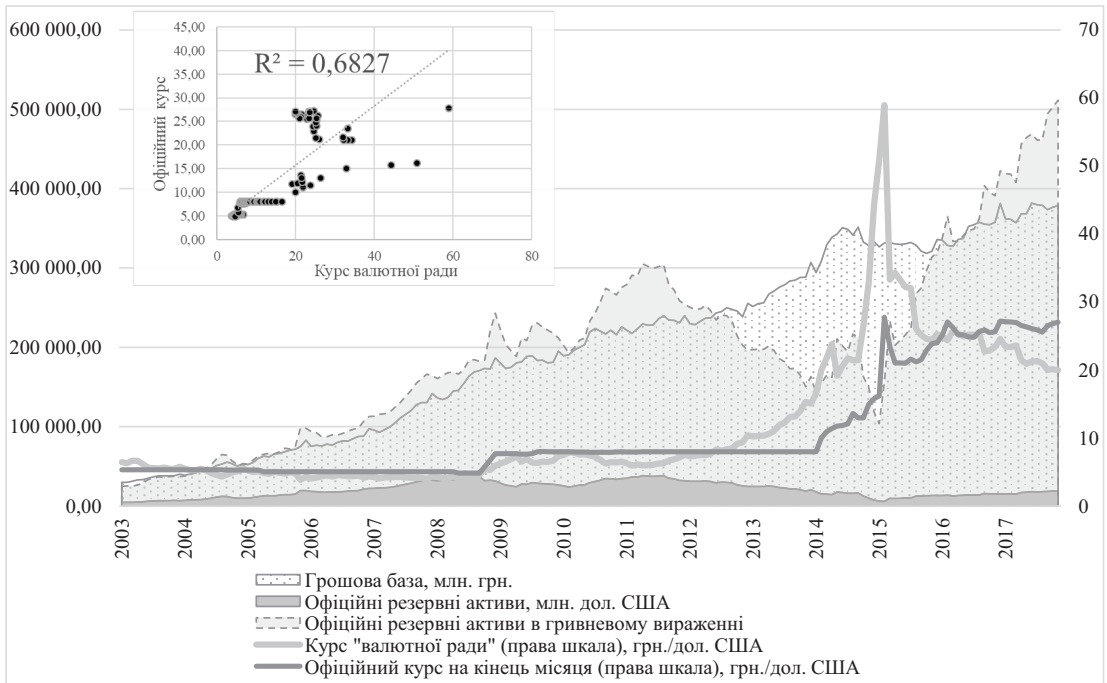
<sup>752</sup> Хоча В. Шевчук відмічає, що ефект інфляційного перенесення поступово знижується. Шевчук В. Вплив передбачуваних і непередбачуваних змін обмінного курсу в Україні. *Вісник Національного Банку України*. 2017. № 241. С. 38.

загалом. Щоправда, очікувана цінова стабільність може наступити не скоро навіть в умовах валютної ради – надто високим є розрив рівня цін в Україні порівняно з іншими європейськими державами, що буде поступово скорочуватись за умови збереження зростання товарообороту та мобільності робочої сили.

Режим валютної ради вимагає значного рівня іноземних валютних резервних активів – типово понад 100% від обсягу грошової бази. За станом на кінець 2017 р. обсягу вітчизняних резервів в іноземній валюті було достатньо для забезпечення 100%-го покриття грошової бази за курсом 20–21 грн./дол. США (за курсом 27 грн. за дол. США іноземними резервами забезпечено 135% від грошової бази). На рис. 4.22 відображені графіки щомісячних (за станом на кінець місяця) обсягів грошової бази, офіційних резервних активів<sup>753</sup>, а також порівняння офіційного курсу та курсу, підрахованого за методом валютної ради ( $ExR_{CB} = \text{грошова база} / \text{обсяг офіційних резервних активів}$ ) починаючи із 2003 р. (з цього періоду на сайті НБУ доступний архів даних щодо золотовалютних резервів).

Як бачимо, офіційний курс валют в Україні до 2013 р. тісно корелював із курсом, підрахованим за методом «валютної ради», проте в більш сучасному періоді спостерігаються помітніші флуктуації (протягом загального періоду досліджування  $R^2=0,68$ ). Показовим є період 2012–2014 рр., під час якого бажання втримати фіксований курс на рівні 8 грн./дол. США призвело до суттєвого зменшення валютних резервів. Протягом 2013–2016 рр. обсягу офіційних резервів було б недостатньо для підтримки стабільного курсу в разі імплементації в цей час режиму валютної ради. Зазначений факт ілюструє, наскільки стверджувана «стабільність» режиму валютної ради (та й будь-якого іншого типу фіксації курсу) може бути доволі швидко знівельована під впливом суттєвого шоку чи значної спекулятивної атаки на національну валюту.

<sup>753</sup> Класично валютна рада повинна забезпечувати наявність резервів валюти-якоря. У дослідженні враховано суму всіх офіційних резервів (тобто іноземну валюту, СПЗ, золото та резервну позицію в МВФ), беручи до уваги відносну легкість взаємної конвертації.



**Рис. 4.22. Порівняння офіційного курсу та курсу "валютної ради" (графіки побудовані на основі даних на кінець місяця)**

*Джерело:* складено автором на основі даних МВФ та НБУ.

Гіпотетично можна розглянути перспективу введення режиму валютної ради із використанням євро як якірної валюти (за аналогом до сучасної Болгарії чи Естонії та Литви в минулому), що теоретично дозволило б швидше досягти номінальної конвергенції з державами ЄС. Альтернативними якірними валютами могли би бути долар США, СПЗ чи певний валютний композит (Марокко, Кувейт, Сінгапур і т. ін., однак із більш жорстким рівнем формалізації та обмеженням гнучкості монетарної політики), що дозволило б знизити чутливість до регіональних структурних шоків.

Однак, на нашу думку, ризики, котрі пов'язані з імплементацією режиму валютної ради у великій державі (більшою мірою мається на увазі популяційно-географічний розмір, а не лише економічний), значно перевищують потенційні вигоди від стабілізації. В даному контексті для України можна виділити низку негативних наслідків від введення валютної ради.



По-перше, в умовах фіксованого курсу валют монетарна політика втрачає свою актуальність, поступаючись місцем фіскальній політиці (механізм пояснено на рис. 2.9). В умовах де-факто воєнного стану і перманентної передвиборної кампанії (а отже і політичного популізму) проводити збалансовану фіскальну політику доволі проблематично. Бюджетний дефіцит, з одного боку, призводить до зростання зовнішніх запозичень, а з іншого – спричиняє інфляційний тиск та відповідно створює передумови для підвищення процентних ставок (ця тенденція посилюється через слабкий вітчизняний фінансовий ринок, який не достатньою мірою «гасить» надмірні бюджетні витрати шляхом купівлі офіційних цінних паперів). Тобто може втрачатись основна перевага валютної ради – низькі рівні інфляції та процентних ставок. Заради справедливості слід відмітити, що в Україні інфляція генерується переважно з боку пропозиції – за рахунок відносно дорогого імпорту через девальвацію гривні, а такий тип інфляції режим валютної ради усуває практично повністю.

По-друге, рано чи пізно зафіксований курс валют перестане відповідати економічній кон'юктурі в державі чи регіоні. Відсутність можливості впливу на рівень цін експортних товарів з допомогою девальвації понизить їх зовнішню конкурентоспроможність і компенсуватиметься зниженням номінальних заробітних плат (т. зв. «внутрішня девальвація») чи скороченням частини працівників. Оскільки в Україні основу експорту становить сировина (продукти агропромисловості та металургії), ринок котрої вирізняється особливою зарегульованістю та високим рівнем дотацій, то досягти конкурентоспроможності вітчизняних товарів з часом може бути складно, незважаючи на наднизькі поточні заробітні плати.

По-третє, для режиму валютної ради типовою є переоцінка національної валюти. Особливо гостро це виявляється в умовах фінансових криз, під час яких держави із режимом валютної ради насамперед потрапляють під спекулятивні атаки. Історичний досвід України ілюструє, наскільки руйнівними можуть бути

соціально-економічні наслідки інфляції- чи девальвації-«сюрпризів» для суспільства та бізнесу, що звикли до тривалого функціонування економіки фіксованого курсу.

Розглядаючи аспект функціонування квазівалютних рад в умовах кризи, можна навести два протилежні приклади:

1. Система пов'язаних валютних курсів Гонконгу (англ. «*Linked Exchange Rate System, LERS*») виявилась єдиною серед усіх держав Азії (котрі переважно використовували режими із фіксованими курсами), що зуміла відбити спекулятивні атаки та уникнути краху під час регіональної кризи 1998 р.<sup>754</sup> (хоча обсяг ВВП держави на рік кризи скоротився на 7%, однак поступово було відновлено втрачені позиції), а згодом пройти тест глобальної кризи 2008 р. і успішно функціонувати по сьогодні<sup>755</sup>.

2. Монетарна система «конвертованості» Аргентини, котра була введена в дію в 1991 р. для подолання хронічної гіперінфляції, але припинила своє функціонування у 2002 р., призвівши до понад двократного зростання безробіття, розшарування суспільства за рівнями доходів, стрімкої девальвації національної грошової одиниці, посилення боргового тягаря та дефіциту за поточним рахунком.

Оскільки приклад аргентинського плану «конвертованості» сьогодні став своєрідною «притчею во язицех» вітчизняних противників фіксованого курсу валют, то буде доцільно розглянути його детальніше. Додатково відмітимо деякі схожі риси між державами: і Україна, і Аргентина є територіально великими державами із сировинно-орієнтованим експортом, котрі періодично переживають періоди фінансової та цінової нестабільності. Аргентинська

---

<sup>754</sup> Спекулятивні атаки в Гонконзі характеризувались стратегією «гри на подвійних ринках»: суб'єкти повільно накопичували гонконгські долари, а потім різко відкривали короткі позиції щодо готівки та ф'ючерсних інструментів із одночасним продажем значних обсягів готівки з метою підвищення процентних ставок. У відповідь на спекулятивні атаки квазі-валютна рада Гонконгу здійснювала інтервенції на внутрішньому ринку акцій, що не дозволило суттєво змінити курсовий паритет (курс поступово знизився із 7,75 до 7,8 гонконгських доларів за дол. США).

<sup>755</sup> Hong Kong Monetary Authority. Monetary operations under the Currency Board system: the experience of Hong Kong. Bank for International Settlements, 2013. URL: <https://econpapers.repec.org/bookchap/bisbisbpc/73-10.htm>.

валютна рада ґрунтувалась на паритетній прив'язці песо до долара США, що, за великим рахунком, було єдиним критерієм класичної валютної ради, котрий реально виконувався (абсолютна конвертованість між валютою-якорем і валютою-клієнтом була дискредитована практикою валютного контролю, зокрема преференційним курсоутворенням для експортерів; одна третя валютних резервів формувалась за рахунок облігацій уряду Аргентини, деномінованих у доларах США; практикувався принцип кредитування останньої інстанції; здійснювалось регулювання резервних вимог комерційних банків; застосовувались заходи з інструментарію монетарної політики). З огляду на це К. Шулер<sup>756</sup> справедливо ставить запитання: чи була система «конвертованості» Аргентини валютною радою?<sup>757</sup> Проте, незважаючи на вказані суперечності, перші роки імплементації режиму «конвертованості» в Аргентині були доволі успішними: темпи інфляції зменшено від середньорічних показників 325% протягом 1975–1990 рр. до 3,4% у 1994 р.; середньорічний приріст ВВП становив 8%; майже втричі зріс як імпорт, так і експорт.

Важко виділити одну конкретну причину, чому система перестала функціонувати ефективно. Дослідники найчастіше вказують на такі чинники: 1) вплив системи «конвертації» на реальний курс валют, конкурентоздатність та надмірне прагнення випускати деноміновані в доларах боргові зобов'язання; 2) зовнішні шоки<sup>758</sup>, зокрема різко зменшений приплив іноземного капіталу у 1995 р., після якого Аргентина «жила за кошти» МВФ, котрий постійно реструктурував заборгованість держави; 3) дефіцит бюджету та його вплив на

<sup>756</sup> Schuler K. Ignorance and Influence: US Economists on Argentina's depression of 1998-2002. *Econ Journal Watch*. 2005. Vol. 2, No 2. P. 234–278.

<sup>757</sup> К. Шулер дає негативну відповідь, однак в авторському опитуванні сотні провідних економістів США, практично всі респонденти, в тому числі 7 нобелівських лауреатів, відповіли ствердно (Schuler K. Ignorance and Influence: US Economists on Argentina's depression of 1998-2002. *Econ Journal Watch*. 2005. Vol. 2, No 2. P. 234–278).

<sup>758</sup> Перші прояви кризових явищ (насамперед, зростання рівнів процента) почали спостерігатись після «текілової кризи» в Мексиці 1994–1995 рр., а азійська та російська кризи ще більш загострили ситуацію. Проте найбільш руйнівний ефект мала криза в Бразилії 1999 р., що супроводжувалась стрімкою девальвацією реала, в результаті чого аргентинський експорт значно втратив свою конкурентоспроможність на світовій арені (особливо в Бразилії, на котру припадала третина товарообороту).

стан державного боргу; 4) негнучкий ринок праці; 5) три значні зростання ставок податків, упроваджених урядом у 2000–2001 рр.<sup>759</sup>; 6) помилки МВФ; 7) політичні «прогалини» уряду Аргентини, котрі зменшили довіру до системи<sup>760</sup>. Комплекс зазначених причин привів до феномена, що став відомим як «Аргентинська велика депресія 1998-2002 рр.», котра виявлялась у наступному: офіційний борг зріс до 56,9% від ВВП, а після оголошення дефолту – до 153,2% у 2002 р.; національна валюта знецінилась на 400%; безробіття зросло від 6% до 18%; погіршився розподіл доходів (за межею бідності опинилось понад 50% населення); розпочались масові заворушення та поширилась практика мародерства.

Розглянутий випадок Аргентини може бути наочним прикладом руйнівних наслідків від фіксації курсу валют. Однак ми не вважаємо доречним наводити його в контексті валютних рад, адже тогочасна монетарна система Аргентина мала дуже мало спільного із цим (до 2000 р. уряд країни не використовував валютні резерви для підтримки прив'язки курсу песо). Навпаки, ми припускаємо, що у випадку жорсткої та забезпеченої валютної ради настільки негативних явищ можна було б уникнути.

Можливість офіційної доларизації в Україні є сенс розглядати лише в теоретичній площині, враховуючи її надзвичайно низьку ймовірність, насамперед через політичні причини. Україна не може скористатись прецедентом Чорногорії чи Косово, котрі в односторонньому порядку ввели євро, не будучи членами ЄС та не відповідаючи Маастрихтським критеріям, адже ЄЦБ не схвалює такі рішення<sup>761</sup> (хоча офіційна позиція щодо євроізації

---

<sup>759</sup> Фіскальна система була одним із найбільш уразливих місць в Аргентині, що проявлялось у значному ухиленні від сплати податків (за оцінюванням, ухилення від сплати ПДВ становило орієнтовно 40%). Крім того, іноземні інвестори повністю звільнялись від сплати податків на 5–25 років, що не дозволяло компенсувати значний дефіцит бюджету.

<sup>760</sup> Schuler K. Ignorance and Influence: US Economists on Argentina's depression of 1998-2002. *Econ Journal Watch*. 2005. Vol. 2, No 2. P. 234–278.

<sup>761</sup> Iceland Review. Unilateral Adoption of Euro Not Favored by EU. URL: <http://icelandreview.com/news/2009/01/07/unilateral-adoption-euro-not-favored-eu> (Last accessed: 10.01.2018).

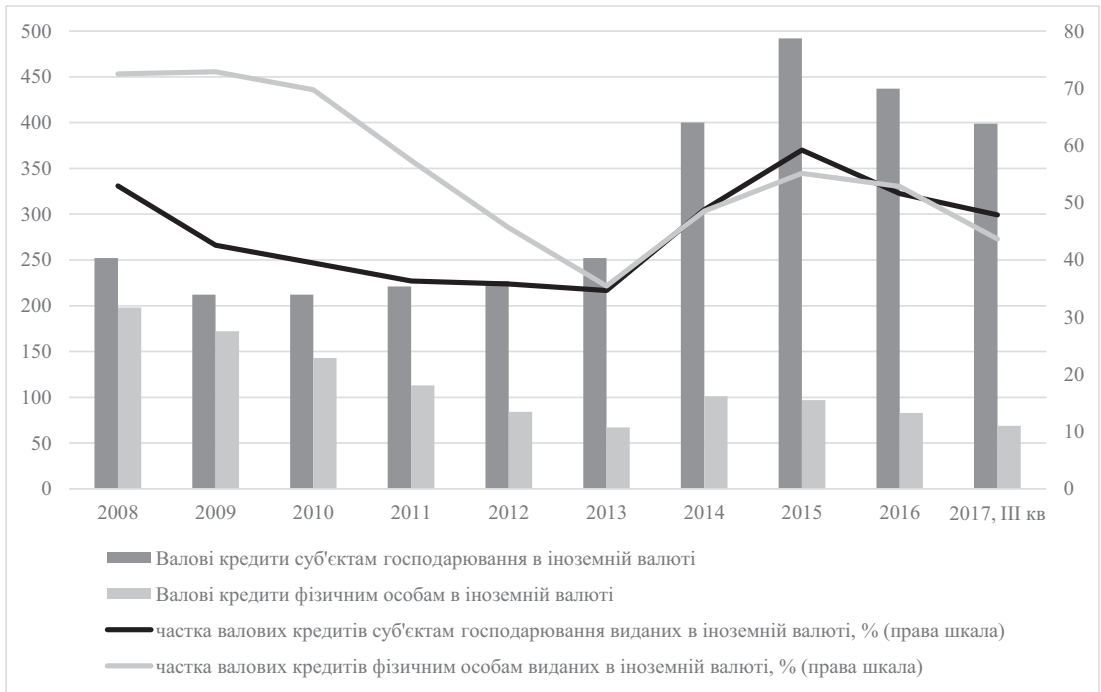
передбачає нейтральне ставлення<sup>762</sup>). Тобто єдиним потенційним варіантом є використання долара США як якірної валюти. Наразі роль валюти США в Україні доволі висока. Хоча реальні масштаби неофіційного заміщення валюти та активів оцінити складно, можна стверджувати, що гривня де-факто не виконує функцію міри вартості та засобу обігу при здійсненні великих покупок (наприклад, нерухомості чи автомобілів), а також функцію нагромадження в приватному позабанківському середовищі. За даними НБУ, протягом останнього десятиліття 40–50% загальних банківських активів формувалось на основі іноземної валюти. Зокрема, графіки на рис. 4.23 ілюструють тенденцію до зростання банківського кредитування в іноземній валюті суб'єктів господарської діяльності і стрімке зниження обсягів валютного (як і гривневого) кредитування фізичних осіб. Варто зауважити, що протягом 2008 – 2010 рр. на кредитування в іноземній валюті припадало 70% від усіх кредитів фізичним особам.

Обсяг коштів в іноземній валюті на депозитних, поточних та інших типах рахунків як фізичних, так і юридичних осіб, має тенденцію до зростання протягом останнього десятиліття (рис. 4.24). Однак їх співвідношення до коштів у національній валюті залишається відносно стабільним: дещо більше 50% становить для фізичних осіб та близько 35% – для юридичних.

Одним із небагатьох недоліків доларизації, котрі можна кількісно оцінити, часто називають відсутність надходжень від сеньйоражу. Розглянемо обсяги втрат України в разі відмови від національної валюти. Для оцінювання надходжень від сеньйоражу застосуємо методику, котру використовували К. Райнхарт та інші науковці<sup>763</sup>, обчислюючи співвідношення приростів грошової бази та ВВП у фактичних цінах.

<sup>762</sup> European Central Bank. The adoption of the euro: principles, procedures and criteria. URL: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2008/html/sp080213.en.html> (Last accessed: 10.01.2018).

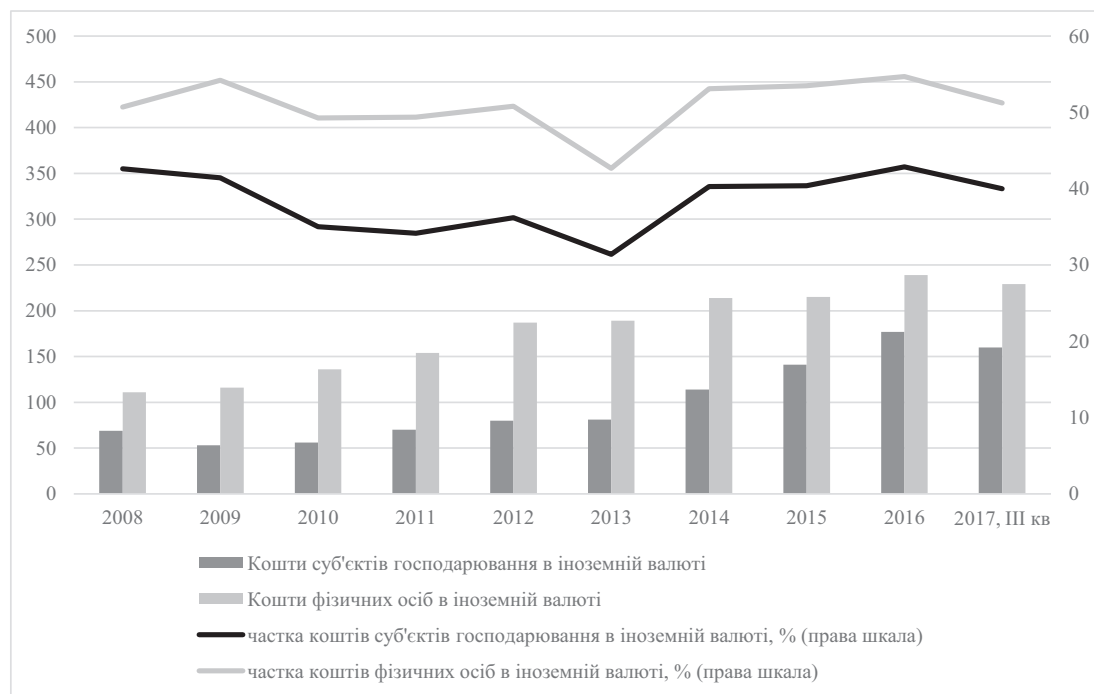
<sup>763</sup> Reinhart C. M., Rogoff K.S., Savastano M.A. Addicted to Dollars. Working Paper. *National Bureau of Economic Research*, October 2003. DOI: <https://doi.org/10.3386/w10015>.



**Рис. 4.23. Валові банківські кредити в іноземній валюті та їх частка в загальному обсязі кредитування, млрд. грн.**

*Джерело:* складено автором на основі даних: Огляд банківського сектору, 2017. Національний банк України. URL: [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=58539309](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=58539309).

Результати розрахунку, наведені на рис. 4.25 демонструють, що в 2016 р. Україна отримала понад 22 млрд. грн. доходів від сеньйоражу, однак у відсотковому співвідношенні до ВВП середньорічна частка сеньйоражу є доволі помірною (1,04% ВВП протягом 2001–2016 рр.; для країн, що розвиваються типовим є рівень 1,5–2% ВВП). Крім того, потенційно можна досягти додаткової домовленості із США (чи іншим емітентом якірної валюти) про компенсацію частини втрат від сеньйоражу (за аналогією із ПАР та державами зони ранда). Варто врахувати також необхідність одноразового викупу всієї гривневої грошової маси, що перебуває в обігу за межами НБУ (хоча раніше ми уже вказували, що валютних резервів НБУ достатньо для покриття всієї грошової бази країни, тобто технічно провести доларизацію цілком можливо без залучення додаткових кредитних ресурсів).



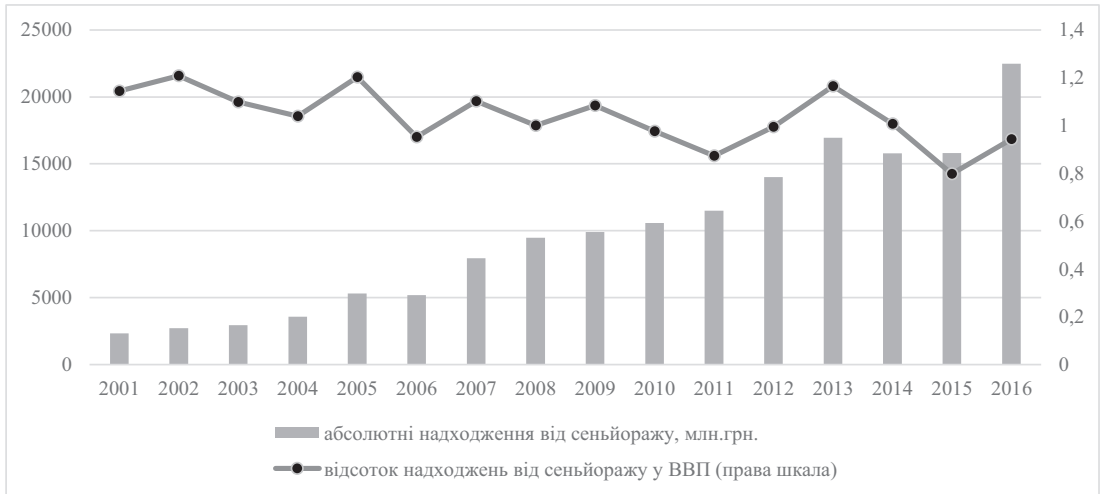
**Рис. 4.24. Кошти в іноземній валюті на банківських рахунках, млрд. грн.**

*Джерело:* складено автором на основі даних: Огляд банківського сектору, 2017. Національний банк України. URL: [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=58539309](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=58539309).

Розглядаючи можливість входження в уже існуючий чи створення нового регіонального валютного союзу, необхідно враховувати, що для України сьогодні потенційно доступна єдина альтернатива – Європейський економічний та валютний союз. Сучасні геополітичні реалії не залишають опцій для створення економічного та валютного об'єднання з членами Євразійського економічного союзу (ЄАЕС). Економічна чи політична взаємовигода є сумнівною із рештою позаблокових сусідів: Грузією, Туреччиною, Молдовою.

Перспектива членства в ЄС, без якого неможливим є приєднання до валютного альянсу, також видається надто віддаленою при збереженні поточних темпів економічного поступу. Доволі проблемним є досягнення номінальної конвергенції із державами ЄВВС, не кажучи про реальну. Розглянемо в часовій ретроспективі прогрес досягнення Україною номінальної

конвергенції/дивергенції з державами ЄЕВС, формалізованої Маастрихтськими критеріями.



**Рис. 4.25. Надходження від сеньйоражу в Україні**

*Джерело:* складено автором на основі даних Державної служби статистики України

Одним із найбільш складних для досягнення є критерій цінової стабільності. У державі-кандидаті на вступ в ЄЕВС середній рівень інфляції протягом останніх 12-ти місяців не повинен перевищувати більш ніж на 1,5 відсоткового пункту середньомісячного показника трьох найкращих (з погляду зміни рівня цін відносно попередніх 12-ти місяців) держав-членів ЄС<sup>764</sup>. Варто підкреслити, що інфляція оцінюється не за абсолютним значенням, а відносно попередніх 12-ти місяців, тому Ірландія, в якій темпи інфляції на порядок вищі, ніж у решти держав-членів, неодноразово потрапляла до трійки найкращих держав, відносно яких формувалось референтне значення.

Методологічною складністю оцінювання відповідності рівня цінової стабільності в Україні Маастрихтським критерієм є те, що ЄЦБ використовує для розрахунків гармонізований індекс споживчих цін (ГІСЦ; англ. «*Harmonised Index of Consumer Prices*», *HICP*), що дещо відрізняється від індексів споживчих цін (ІСЦ), що обчислюється МВФ та Державною службою статистики України.

<sup>764</sup> Згідно зі статтею 140(1) Угоди про функціонування ЄС при розгляді критеріїв членства не робиться різниці між членами ЄЕВС та ЄС.



Оскільки ГІСЦ не розраховується для України, то неможливо точно оцінити відповідність референтному значенню Маастрихтського критерію. Для наближеного порівняння ми використали дані МВФ за величиною ІСЦ відповідно до минулорічних показників для держав-членів ЄС та України. В табл. 4.10 наведені референтні значення критерію цінової стабільності для вступу в ЄЕВС (не публікується щорічно), середньорічні темпи інфляції в ЄЕВС за методиками ГІСЦ ЄЦБ (на дату публікації референтних значень) та ІСЦ МВФ, а також показники ІСЦ України за методикою МВФ.

Таблиця 4.10

**Темпи інфляції в ЄЕВС та Україні**

Рік	Референтне значення (Маастрихтський критерій)	Середній рівень інфляції в ЄЕВС за 12 міс. (ГІСЦ на момент публікації референтних значень)	Середньорічний рівень інфляції в ЄС за ІСЦ (дані ЄЕВС)	Рівень інфляції в Україні за ІСЦ
1998	2,7	1,5	1,2 (3,1)	10,6
1999	н/п	н/п	1,2 (2,4)	22,7
2000	2,4	1,4	2,2 (3,2)	28,2
2001	н/п	н/п	2,4 (3,2)	12,0
2002	3,3	2,4	2,3 (2,5)	0,8
2003	н/п	н/п	2,1 (2,2)	5,2
2004	2,4	2,1	2,2 (2,4)	9,0
2005	н/п	н/п	2,2 (2,3)	13,5
2006	2,6	2,3	2,2 (2,3)	9,1
2007	3	2,1	2,2 (2,4)	12,8
2008	3,2	2,5	3,3 (3,7)	25,2
2009	н/п	н/п	0,3 (1,0)	15,9
2010	1	0,3	1,6 (2,0)	9,4
2011	н/п	н/п	2,7 (3,1)	8,0
2012	3,1	2,8	2,5 (2,6)	0,6
2013	2,7	2,2	1,3 (1,5)	-0,3
2014	1,7	1	0,4 (0,5)	12,1
2015	н/п	н/п	0,0 (0,0)	48,7
2016	0,7	0,1	0,2 (0,2)	13,9

Примітка: «н/п» – дані не публікувались.

Джерело: сформовано автором за даними: Convergence report 2016. European Commission. URL: [https://ec.europa.eu/info/publications/economy-finance/convergence-report-2016\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/economy-finance/convergence-report-2016_en); International Monetary Fund. World Economic Outlook Database 2017. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2017/01/weodata/index.aspx> (Last accessed: 12.09.2017).

Порівнюючи рівні ІСЦ в ЄС та Україні, можна побачити, що темпи інфляції в Україні протягом останніх років здебільшого значно перевищують аналогічні показники в ЄС. Припускаємо, що в рамках референтного значення перебувала цінова динаміка за 2002 р. та 2012–2013 рр. Обраний вектор НБУ на використання режиму інфляційного таргетування в разі успішної імплементації може привести до поступового вирівнювання темпів інфляції відповідно до динаміки ЄС. Однак необхідно врахувати, що в разі приєднання до ЄЕВС неминучим буде одноразовий різкий стрибок цін, пов'язаний із наближенням до рівня ЄЕВС.

Друга група критеріїв конвергенції ЄЕВС пов'язана із досягненням «...стабільного фінансового стану урядів»<sup>765</sup>. Двома кількісними індикаторами бюджетної дисципліни претендентів є такі:

- рівень планового чи фактичного дефіциту бюджету не повинен перевищувати 3% від ВВП<sup>766</sup>;
- співвідношення валового державного боргу до ВВП перевищує 60% (аналогічно до попереднього критерію допускається незначне перевищення референтного значення у разі стабільного тренда до зменшення частки заборгованості).

Протягом 2-х останніх років фіскальна система України залишається відносно стабільною, якщо порівнювати із періодами 2008–2009 рр. чи 2014–2015 рр., хоча основний фінансовий ризик для вітчизняної економіки традиційно генерується ззовні та є важко прогнозованим (рис. 4.24).

Протягом останніх трьох років Україна відповідає критерію конвергенції ЄС, зберігаючи дефіцит державного бюджету на рівні, нижчому від 3% (це також відповідає цілям програми МВФ) (рис. 4.27). Нині це єдиний Маастрихтський

<sup>765</sup> Treaty on the Functioning of the European Union, 2016. URL: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=OJ:C:2016:202:FULL&from=EN>.

<sup>766</sup> Дopusкається перевищення референтного значення, якщо: 1) співвідношення суттєво і постійно знижується і щораз наближається до референтного значення; 2) перевищення референтного значення є винятковим і тимчасовим явищем.

критерій конвергентності, котрий виконується Україною протягом відносно тривалого періоду.



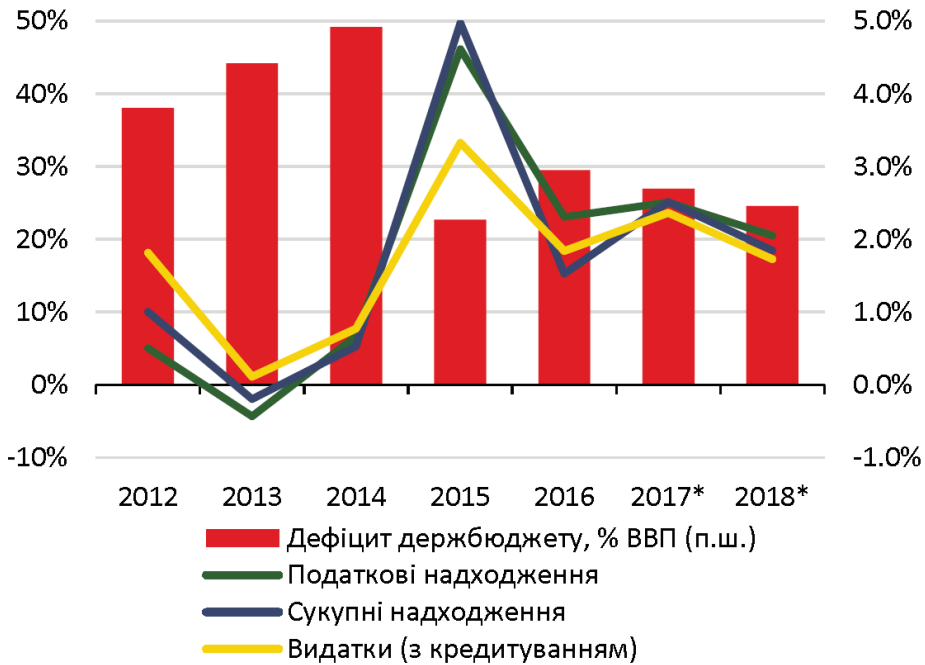
**Рис. 4.26. Динаміка індексу фінансового стресу в Україні**

Джерело: Звіт про фінансову стабільність, 12.2017. Національний банк України. URL: [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat\\_id=32236491](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=32236491)

Однак у 2017 р. спостерігався квазіфіскальний дефіцит, який виникає переважно через емісію облігацій внутрішньодержавної позики (ОВДП) для докапіталізації державних банків, що продовжуватиметься і в подальших періодах (передусім додаткових вливань потребує Приватбанк та Ощадбанк). Квазіфіскальний дефіцит прямо не впливає на дефіцит держбюджету, однак призводить до зростання державного боргу.

Варто відмітити, що в 2017 р. відбувся репрофайлінг ОВДП у портфелі НБУ – здійснено обмін облігацій на нові цінні папери з довшим терміном для погашення на суму 219,6 млрд. грн. (частина із цих облігацій вартістю 145,2 млрд. грн. отримала плаваючу ставку, котра залежить від темпів інфляції, що мало за мету стимулювання уряду до підтримки цінової стабільності).

Щодо критерію розміру валового державного боргу зазначимо, що, починаючи із 2014 р., спостерігається значне перевищення референтного значення 60% (рис. 4.28), що пов'язане як із зростанням абсолютного значення заборгованості, так і з сповільненням темпів приросту ВВП.



**Рис. 4.27. Структура дефіциту державного бюджету України**

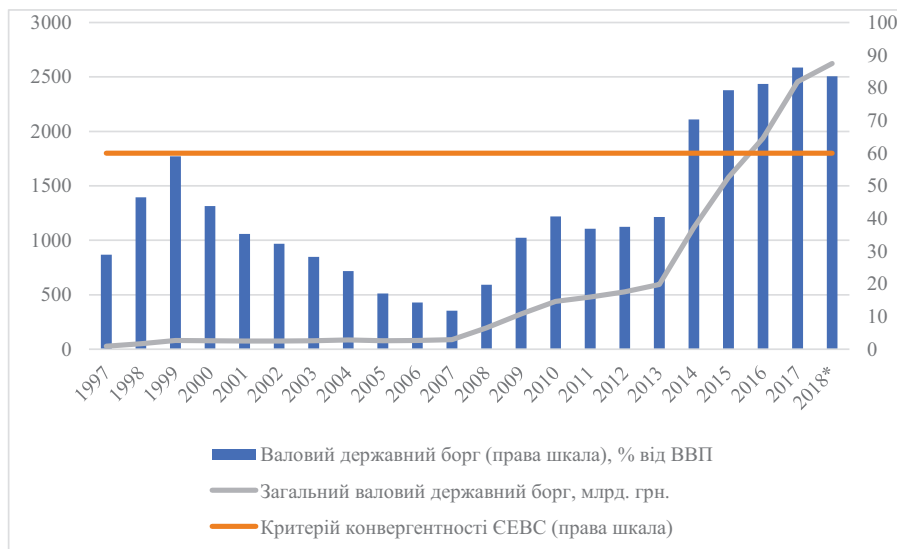
Джерело: Звіт про фінансову стабільність, 12.2017. Національний банк України. URL: [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat\\_id=32236491](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=32236491)

Варто, однак, відмітити, що схожий чи вищий рівень заборгованості властивий для багатьох держав-членів ЄВЭС (наприклад, у Німеччині співвідношення валового боргу до ВВП становить 85%, в Австрії – 87%, Франції – 90%, Іспанії – 97%, Португалії – 123% і т.ін.).

Структура державного та гарантованого державою боргу, за даними Міністерства фінансів України, наведена в табл. 4.11. Лівову частку заборгованості становлять борги за цінними паперами, випущеними як на внутрішньому, так і на зовнішньому ринках.

Черговий критерій конвергенції ЄВЭС детермінує валютно-курсову стабільність претендента на вступ, що виявляється у членстві в ЕРМ II протягом останніх двох років і передбачає недопущення цілеспрямованої девальвації валюти відносно євро. При оцінюванні валютно-курсової стабільності Європейська комісія бере до уваги також низку допоміжних індикаторів, як наприклад, обсяг іноземних валютних резервів, короткотермінові процентні

ставки, політичні заходи (валютні інтервенції, міжнародна фінансова допомога) і т. ін. Розглянуті раніше графіки на рис. 4.21 свідчать про невідповідність згаданому критерію економіки України.



**Рис. 4.28. Рівень валового державного боргу України**

*Джерело:* розраховано автором на основі даних МВФ.

Наступний критерій конвергенції стосується середніх номінальних довгострокових процентних ставок, які «... протягом річного періоду спостережень ... не повинні перевищувати на більш ніж два відсоткові пункти рівень, що демонструють три найуспішніші держави-члени в аспекті цінової стабільності»<sup>767</sup>. Враховуючи відмінності національних ділових практик, при розгляді беруть до уваги державні облігації (чи їх аналоги) із терміном оборотності, наближеним до 10 років.

Розглядаючи розмір довгострокових процентних ставок в Україні, можна вказати на значне перевищення референтних значень ЄВС. Статистична база Євростат наводить дані щодо розміру процентних ставок розрахованих за методикою ЄЦБ лише до 2015 р. (рис. 4.29). Протягом згаданого періоду розмір процентних ставок не досягав типового для держав ЄВС референтного

<sup>767</sup> Treaty on the Functioning of the European Union, 2016. URL: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=OJ:C:2016:202:FULL&from=EN>.

значення, яке переважно перебувало в діапазоні від 4% до 6%. Ситуація залишиться незмінною, допоки не буде досягнуто тривалої стабільності рівня цін та курсу валют.

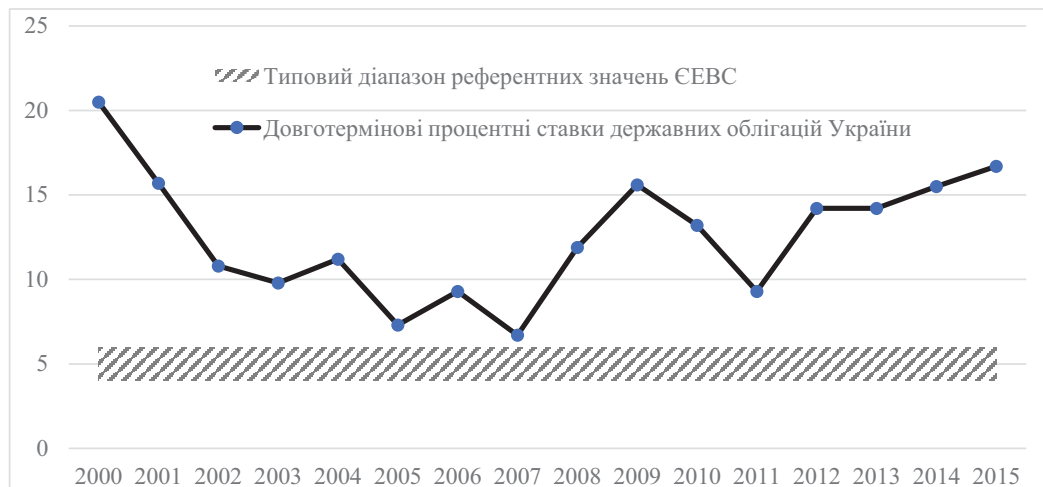
Таблиця 4.11

**Державний та гарантований державою борг України  
за останні 5 років, млрд. дол. США**

Індикатор	За станом (на кінець грудня відповідного року)					
	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Державний борг</b>	<b>49,95</b>	<b>60,08</b>	<b>60,06</b>	<b>55,59</b>	<b>60,71</b>	<b>65,33</b>
<b>Внутрішній борг</b>	<b>23,81</b>	<b>32,15</b>	<b>29,24</b>	<b>21,17</b>	<b>24,66</b>	<b>26,84</b>
1. Заборгованість за випущеними цінними паперами на внутрішньому ринку	23,43	31,78	29,06	21,06	24,57	26,76
2. Заборгованість перед банківськими та іншими фінансовими установами	0,38	0,36	0,18	0,11	0,09	0,08
<b>Зовнішній борг</b>	<b>26,14</b>	<b>27,93</b>	<b>30,82</b>	<b>34,43</b>	<b>36,05</b>	<b>38,49</b>
1. Заборгованість за позиками, одержаними від міжнародних фінансових організацій	10,02	7,74	10,72	14,06	13,68	14,52
2. Заборгованість за позиками, одержаними від органів управління іноземних держав	1,14	0,91	1,04	1,36	1,68	1,76
3. Заборгованість за позиками, одержаними від іноземних комерційних банків, інших іноземних фінансових установ	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
4. Заборгованість за випущеними цінними паперами на зовнішньому ринку	13,09	17,38	17,28	17,30	19,04	20,47
5. Заборгованість, не віднесена до інших категорій	1,89	1,90	1,78	1,70	1,65	1,75
<b>Гарантований державою борг</b>	<b>14,55</b>	<b>13,08</b>	<b>9,75</b>	<b>9,91</b>	<b>10,26</b>	<b>10,97</b>
<b>Внутрішній борг</b>	<b>2,03</b>	<b>3,39</b>	<b>1,77</b>	<b>0,89</b>	<b>0,70</b>	<b>0,47</b>
1. Заборгованість за випущеними цінними паперами на внутрішньому ринку	1,25	2,64	1,37	0,68	0,59	0,32
2. Заборгованість перед банківськими та іншими фінансовими установами	0,78	0,75	0,40	0,21	0,12	0,15
3. Заборгованість, не віднесена до інших категорій	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Зовнішній борг</b>	<b>12,52</b>	<b>9,69</b>	<b>7,99</b>	<b>9,02</b>	<b>9,56</b>	<b>10,50</b>
1. Заборгованість за позиками, одержаними від міжнародних фінансових організацій	5,07	2,03	2,54	5,87	7,02	8,18
2. Заборгованість за позиками, одержаними від органів управління іноземних держав	0,25	0,25	0,24	0,19	0,15	0,10
3. Заборгованість за позиками, одержаними від іноземних комерційних банків, інших іноземних фінансових установ	3,67	3,88	3,27	2,84	2,28	2,10
4. Заборгованість за випущеними цінними паперами на зовнішньому ринку	3,40	3,40	1,81	0,00	0,00	0,00
5. Заборгованість, не віднесена до інших категорій	0,13	0,13	0,12	0,11	0,11	0,12
<b>Загальна сума державного та гарантованого державою боргу</b>	<b>64,50</b>	<b>73,16</b>	<b>69,81</b>	<b>65,51</b>	<b>70,97</b>	<b>76,31</b>

*Джерело:* дані Міністерства фінансів України.

Окрім розглянутих чотирьох критеріїв конвергенції ЄВВС, перевіряється також відповідність національного законодавства статтям 130 та 131 Договору і Статуту Європейської системи центральних банків (ЄСЦБ) та Європейського центрального банку (ЄЦБ). Оцінювання насамперед відбувається за трьома напрямками:



**Рис. 4.29. Довгострокові процентні ставки державних облігацій України**

*Джерело:* Eurostat Dataset. Id: enpr\_ecexint. URL: <http://ec.europa.eu/eurostat/web/european-neighbourhood-policy/enp-east/data/database>

- незалежність національного центрального банку (в аспектах фінансування діяльності та процедури прийняття рішень);
- недопущення монетарного фінансування витрат чи привілейованого стану урядів;
- рівень інтеграції національного центрального банку з ЄСЦБ.

Крім того, оцінюється рівень інтеграції фінансових і товарних ринків та ринків праці, а також стан платіжного балансу у динаміці.

Підсумовуючи результати розгляду економіки України відповідності Маастрихтським критеріям, можна вказати на виконання умов лише щодо дефіциту державного бюджету, який, проте, нівелюється суттєвим зростанням суверенної заборгованості держави.

Один з основних методологічних апаратів аналізу готовності до створення/приєднання до валютних союзів пропонує теорія оптимальних валютних зон, що розглядалась нами вище. Постулати теорії ОВЗ викликали підвищену зацікавленість також українських науковців та політиків при обґрунтуванні вибору стратегічного вектору економічної (включаючи монетарну) інтеграції.

Незважаючи на те, що сьогоднішні політичні реалії фактично розв'язали для України дану дилему, відкинувши східний напрям інтеграції, проте концепція ОВЗ може бути корисною для загального оцінювання доцільності монетарної інтеграції, аналізу її потенційних вигод чи недоліків та обраних інструментів політики валютного курсу.

Звичайно, більша частина наукових розробок, присвячених емпіричному значенню теорій ОВЗ для України, які проводились у докризовий період, стосувалась аспектів монетарної інтеграції в рамках СНД. 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 інших вказували, що формування валютного союзу в межах того чи іншого угруповання країн супроводжуватиметься значними економічними втратами (табл. 4.12).

Одне з останніх досліджень дієвості критеріїв ОВЗ для України на основі статистичних даних до 2012 рр. провела С. Шумська<sup>768</sup>. Серед показників для перевірки критеріїв ОВЗ виділено такі: волатильність взаємних реальних обмінних курсів, волатильність та кореляція показників реального сектору, грошового та інфляційного показників, відносні розміри економік та взаємної торгівлі.

Так, за результатом розрахунку, 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 ЄАЕС 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.

---

<sup>768</sup> Шумська С. Теорія оптимальних валютних зон: критерії та аналіз показників, що характеризують інтеграційні процеси в Україні та СНД. *Економічна Теорія*. 2013. Т. 4. № 48.



Таблиця 4.12

**Результати окремих досліджень доцільності валютної інтеграції країн СНД із використанням постулатів теорії ОВЗ**

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
В. Чаплигін, А. Хюго-Галлет, К. Ріхтер (2006)	Білорусь, Казахстан, Росія, Україна	Створення союзу є невиправдано дорогим з погляду зростання нестабільності та зменшення виробництва. Економічні втрати від формування союзу в довгостроковому періоді будуть найменшими для Росії, децю більшими для України та Казахстану, значними для Білорусі. В короткостроковому періоді найбільше постраждають Україна та Казахстан
Т. Савченко, М. Ребрик, Д. Казарінов (2012)	Білорусь, Казахстан, Росія, Україна	Наявні достатні фінансові передумови для валютної інтеграції 4-х країн, існує лише застереження щодо Білорусі, адже тільки 3 із 8 досліджених показників свідчать про часткову її конвергенцію з іншими трьома країнами. Проте науковці 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, оскільки Росія є найбільшою за різними показниками. Існує потреба у розробці дієвого механізму балансування національних інтересів
А. Урсу (2010)	Білорусь, Казахстан, Росія, Україна	Перевірка всіх чотирьох країн виявила, що для них характерною є часткова конвергенція. В результаті утворення союзу голландська хвороба російської економіки може поширяться на захід. Отже, втрати від формування такого союзу зростуть. Якщо вилучити Україну з моделі, то для трьох країн, що залишаються, характерна повна коінтеграція

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

Період 2014–2015 рр. – це етап випробувань для України, який характеризується низкою економічних шоків. Чи не найбільшійшими серед них були валютні. Неспроможність Національного банку України впоратись із викликами, що постали перед державою, у т. ч. унаслідок російської агресії,

призвела до глибокої валютної кризи, найпомітнішим виявом якої стала різка девальвація національної грошової одиниці.

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 переважно надходженнями ПШ та зовнішніми запозиченнями. Однак у кризові роки, коли доступ до міжнародних ринків капіталу погіршувався, приплив капіталу змінювався на відплив, унаслідок чого формувалася потужний девальваційний тиск.

Підписавши Угоду про асоціацію з ЄС, Україна взяла зобов'язання реформувати фінансовий сектор, кінцевою метою чого 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 дозволить повною мірою використати переваги вільного руху капіталу та мінімізувати ризики, пов'язані з волатильністю його потоків. Досвід миттєвої фінансової лібералізації (наприклад, в Ізраїлі, Аргентині) наглядно 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 наступним чином: в умовах вільного руху капіталу підтримка обмінного курсу гривні припускає відмову від регулювання грошово-кредитних показників. Іншими словами, неможливо таргетувати інфляцію, не відпустивши гривню у “вільне плавання” і/або не встановивши обмеження руху капіталу.

Необхідно відмітити, що валютна інтеграція України та держав ЄС далеко не завжди передбачає введення в обіг на території України єдиної європейської валюти згідно з постулатами теорії оптимальних валютних зон (принаймні не в

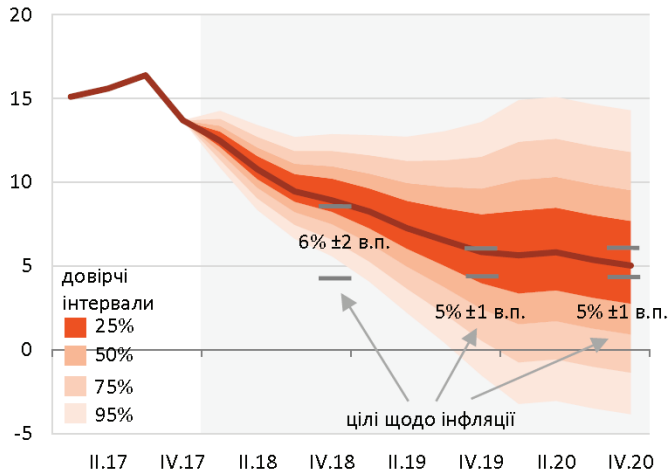
перспективі найближчих десятиліть). Це насамперед процес зближення інститутів національних валютних систем та інструментів валютної політики, координація цілей валютної політики для покращення зовнішньоекономічних зв'язків. Засобами даного процесу можуть стати такі: проведення спільних консультацій, формування механізму валютного регулювання на основі нової парадигми, приєднання до міждержавних валютно-кредитних і фінансових організацій.

Обраний НБУ курс на використання режиму інфляційного таргетування теоретично має сприяти регіональній інтеграції (в т. ч. валютній) з іншими європейськими державами (маються на увазі ЄС, ЄАВТ та ЦЄАВТ). Однак, вважаємо, що встановлені інфляційні «орієнтири» на 2018–2020 рр. (рис. 4.30) є надто оптимістичними (якщо не популістичними). Важко однозначно сказати, наскільки адекватно зможе вплинути НБУ на різке підвищення цін, за умов фактично повної відсутності трансмісійного механізму ручної олігархічної економіки. Показовим є той факт, що навіть у відносно неволатильному 2017 р. регулятору не вдалося втримати рівень цін у прогнозованому діапазоні. Доволі дивним було спостереження факту «боязні ревальвації» НБУ, навіть за умов сприятливої кон'юнктури на сировинному ринку. Однак без часткового підвищення курсу національної валюти неможливо стримати цінове зростання на промисловому ринку.

Стратегічні вектори європейської валютної інтеграції є доволі зрозумілими і не одноразово висвітлювались дослідниками. Вважаємо за доцільне сконцентрувати основні політичні зусилля за такими напрямками:

– поступова гармонізація законодавства з нормативними засадами функціонування Європейської системи центральних банків із поступовим закріпленням за НБУ лише функції забезпечення цінової стабільності. Разом з тим, відмова від монетарного фінансування пріоритетних неолігархізованих секторів повинна відбуватись уже на останньому передінтегрційному етапі,

враховуючи широку практику «закидання гелікоптерних грошей» в ЄС, що дозволить зберегти конкурентні переваги вітчизняним виробникам;



**Рис. 4.30. Прогнози НБУ щодо індексу споживчих цін**

Джерело: Інфляційний звіт, 01.2018. Національний банк України. URL: [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat\\_id=742185](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=742185)

– фінансова, децизивна та персональнісна незалежність Національного банку України від уряду. Однак досягнення вказаного завдання не повинно виключати узгодженості ключових довгострокових цілей розвитку економіки (чи стабілізаційних, чи стимулюючих), а не виявлятися лише як заходи взаємного стримування або пошуку винних осіб;

– досягнення стабільного економічного зростання, що з часом виявлятиметься у досягненні номінальної конвергенції відповідно до Маастрихтських критеріїв. Незважаючи на очевидність, економічне зростання складно досягти без суттєвого збільшення заборгованості, яке неминуче спостерігатиметься протягом перших років на шляху до стабілізації. Зростання має відбуватися насамперед завдяки розвитку внутрішнього ринку, що зменшить чутливість до зовнішніх факторів і, зрештою, сприятиме реальній конвергенції з державами ЄС;

– викристалізування трансмісійного механізму монетарної політики НБУ, що є одним із найбільш складних для досягнення завдань, що потребує широкого кола ініціатив не лише у монетарній сфері. Основною перешкодою є

надмірна неформальна інституціоналізація вітчизняної олігархічної економіки та політики (в т. ч. монетарної). Однак грошово-кредитна політика повинна бути більш рішучою у відповідь на надмірно популістські дії уряду, що перебуває під впливом електоральних циклів. Перші 4–5 років режиму інфляційного таргетування продемонструють готовність вітчизняної економіки до його використання. В разі хоча б часткового успіху даний режим можна застосовувати аж до приєднання до ERM II. Важливо, однак, до цього моменту досягти рівноважного курсу валют, щоб зафіксувати його у паритеті, що, на нашу думку, вимагає поступової ревальвації національної грошової одиниці до курсу, близького до номінального ефективного значення за МВФ (на початок 2018 р. такий курс становив 16 грн./дол. США). У разі неефективності режиму інфляційного таргетування вважаємо за доцільне перейти до режиму валютної ради за поточним курсовим паритетом. Зазначені заходи стимулюватимуть підвищення довіри суспільства до Національного банку України, банківської системи і національної валюти;

– відновлення і модернізація фінансово-банківської системи України. Занепад вітчизняної банківського сектору носить системний характер і є віддзеркаленням кланово-олігархічного устрою держави. Відновлення активності повинно передбачати запровадження структурного підходу до банківського регулювання, за якого важливими є структура балансу та ефективність роботи, а не абсолютний розмір капіталу. Серед пріоритетів мають бути модернізація та докапіталізація державних банків, котрі нині домінують в секторі, та поступове відновлення кредитування реального сектору;

– прийняття сучасних стандартів платіжної системи. Зокрема, необхідно розвивати як традиційний інструментарій операцій НБУ на відкритому ринку (базові операції на відкритому ринку, в т. ч. операції РЕПО; операції «тонкого налаштування» (англ. «*fine-tuning operations*»)); структурні операції регулювання ліквідності, спрямовані на стимулювання банківського кредитування реального сектору (англ. «*structural operations*»), так і засоби комерційних банків (тобто

операції рефінансування овернайт і операції залучення на депозити овернайт). Особливої актуальності набуває розробка системи доступних і оперативних міжнародних переказів. Варто підвищену увагу приділити також розвитку альтернативних платіжних систем, зокрема йдеться про легітимізацію та розробку правового поля функціонування ключових криптовалют. Хорошим прикладом може бути Республіка Білорусь, котра відмінила оподаткування майнінгу криптовалют, що, враховуючи відносно прохолодний клімат та дешеву електроенергію, може зробити державу привабливою для розміщення великих дата-центрів;

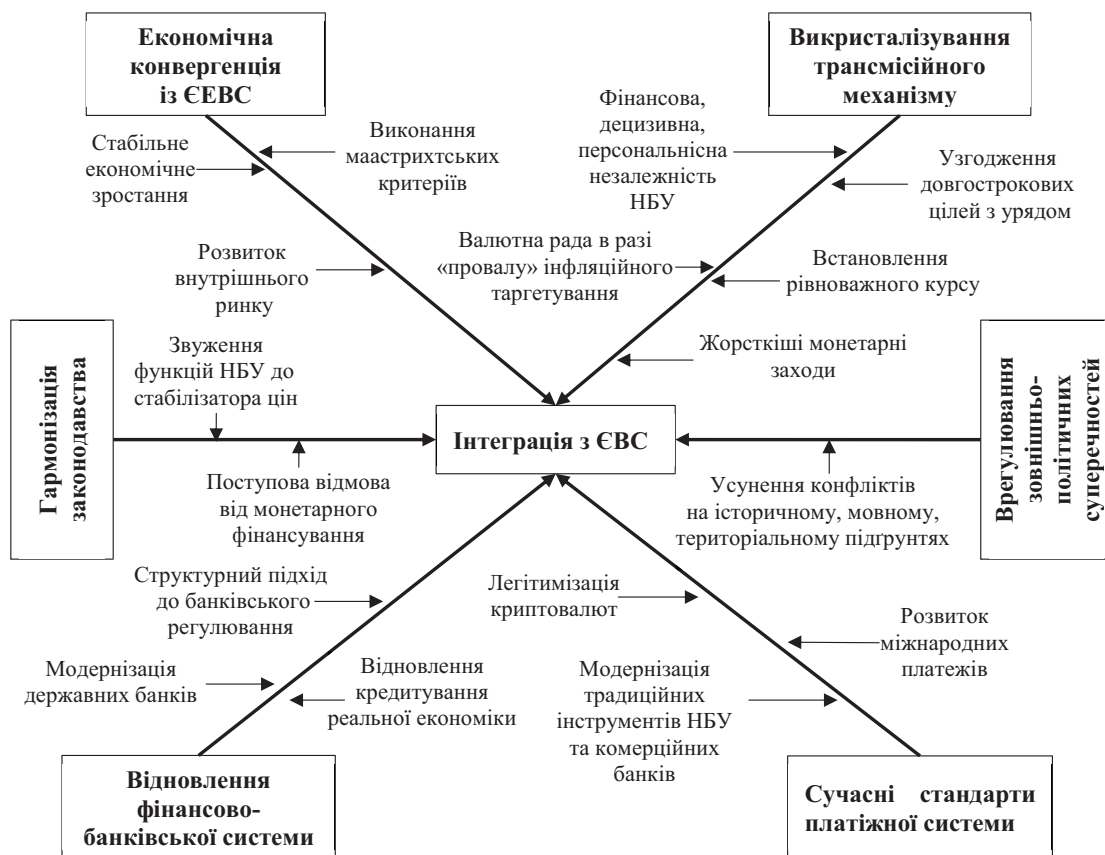
– врегулювання зовнішньо-політичних суперечностей. Найбільшою проблемою, звісно, є невирішені територіальні суперечки із Російською Федерацією. Однак приводами для дипломатичних бар'єрів на шляху до євроінтеграції можуть стати конфлікти на історичному, мовному, територіальному підґрунтях з Угорщиною, Румунією, Польщею.

Основні стратегічні напрямки зусиль, котрих слід докласти для досягнення валютної інтеграції, підсумовані на рис. 4.31.

Окреслені зусилля будуть доцільними навіть за умови, якщо валютної інтеграції в найближчій перспективі так і не буде досягнуто, сприяючи валютній співпраці з ЄВС. Потенційними перевагами валютної співпраці 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.

Отже, за станом на сьогодні жоден із розглянутих вище варіантів валютної інтеграції України – чи 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 застосування різних (за рівнем розвитку та ефективності у

нашій державі та країнах-партнерах) монетарних трансмісійних механізмів, фіскальних систем, фондових ринків.



**Рис. 4.31. Цільова діаграма європейської валютної інтеграції України**

*Джерело:* сформовано автором.

Необхідно визнати, що в Україні поки не існує передумов для того, щоб у близькій перспективі пройти всі етапи інтеграції, необхідні для входження у валютний союз. Цьому об'єктивно перешкоджає недостатній розвиток промислового потенціалу, дуже різний соціально-економічний устрій, багатокладність і відсутність поліцентричної структури.

## ВИСНОВКИ

Об'єктивною тенденцією міжнародних економічних відносин останніх десятиліть є посилення процесів інтеграції та створення різних форм інтеграційного співробітництва. Важливим у дослідженні процесів інтеграції та розвитку в умовах сучасної глобалізації є усвідомлення високої конкурентності середовища, в якому існують всі суб'єкти міжнародних економічних відносин. Посилення конкуренції і нерівномірність розвитку країн є передумовами нестабільності системи міжнародних економічних відносин, створюючи асиметрію і дисбаланс у міжнародній валютній системі та формуючи умови для регіоналізації світового економічного і валютно-фінансового простору. Процеси регіональної валютної інтеграції паралельно із загальноекономічною регіональною інтеграцією формують каркас сучасного світового просторового «хаотичного порядку». Світова монетарна, мапа накладаючись на геополітичні та геоекономічні контури, детермінує розподіл сил серед глобальних гравців. Найменша економічна чи політична зміна «статусу-кво» відразу імпульсом передається по надчутливій валютно-фінансовій системі і, зрештою, приводить до фундаментальних зрушень в економічних комплексах держав-учасниць.

Основним завданням будь-якої форми регіональної інтеграції є розширення сфери взаємної торгівлі, усунення перешкод вільного руху потоків капіталу, робочої сили, виробнича та наукова кооперація, що приводить до збільшення темпів економічного зростання, збалансованості та стійкості економічного розвитку. При цьому ефективна регіональна інтеграція дозволяє сформуванню стабільне, сприятливе і передбачуване політичне середовище, справедливий розподіл сил у світовій економіці та рівні можливості для розвитку.

Валютна інтеграція держав світу в даний час набуває різних форм, перебуває на різних рівнях, що зумовлено історичними, економічними, політичними особливостями їх розвитку, конкретними цілями країн-учасниць валютної інтеграції. Наведені в монографії типи та рівні регіональної інтеграції значною мірою впливають на зміну геополітичного світоустрою. Відповідно



валютна регіональна інтеграція також не може розглядатись в певному вакуумі, окремо від інших процесів регіоналізації та регіоналізму, а є швидше їх вузькоспецифічною формою. Після 2000 р. процеси регіональної інтеграції досягли безпрецедентної комплексності та варіативності. Жодна із розглянутих типологій не в змозі повної мірою обґрунтувати їх різноманіття. При розгляді процесів регіональної економічної інтеграції основний акцент здійснюється на їх економічних вимірах. Однак економічна складова не може розглядатись окремо від політичної, яка передбачає відмову національних урядів від частини власного суверенітету та автономії в прийнятті рішень для створення та використання спільних ресурсів та задля досягнення спільних цілей.

З позицій теорії валютна інтеграція (зокрема, режими доларизації та валютних рад) має приводити до зниження рівня процентних ставок у державах-адептах (більш точним твердженням буде про наближення до рівнів держав-емітентів якірної валюти). Проте дослідження не виявило суттєвих відмінностей між рівнями реальних процентних ставок за умов валютної інтеграції та за інших типів валютно-курсних режимів. Доволі несподівано, на наш погляд, найвищий середній показник виявився у доларизованих держав (8,6), хоча потрібно брати до уваги невеликий обсяг вибірки (лише 99 доступних спостережень), а також переважно мікророзмір економік із низькими показниками інфляції, що «стримують» динаміку реальних процентних ставок у напрямку зниження. Підсумовуючи результати неумовного аналізу, загалом підтверджено гіпотезу про те, що режими валютної інтеграції переважно супроводжуються нижчими темпами інфляції та приросту грошової маси, а також нижчими реальними процентними ставками, що компенсується, однак, менш інтенсивними темпами приросту ВВП й експорту.

У процесі розвитку валютна інтеграція приводить до утворення валютних союзів із спільною грошовою системою групи держав та використанням єдиної валюти.

Більшість переваг створення валютного союзу зумовлюються позитивним впливом збільшення обсягів об'єднаних товарних і фінансових ринків, частковим нівелюванням валютних ризиків, зменшенням транзакційних 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 зауважимо, що втрати від участі у валютному союзі (які одночасно є і критеріями ОВЗ) доволі важко однозначно оцінити. Значні структурні реформи, які переважно слідують за створенням валютного союзу, мають за мету зменшити негативні наслідки шоків для держав-членів і принаймні частково замінити традиційні механізми валютно-курсового балансування.

Монетарна інтеграція ЄС є логічним завершенням тривалого процесу і, як підсумок, формування ЄВС із взаємопов'язаними та взаємозалежними грошово-кредитними й економічними компонентами. Однак не всі об'єднання досягли такого успіху в процесі їх монетарної інтеграції. Багато ініціатив щодо валютних союзів протягом тривалого часу перебувають на стадії переговорів. Проте незважаючи на такі здобутки, деякі дослідники стверджують, що ЄВС є валютним союзом країн, який не відповідає умовам теорії ОВЗ, оскільки присутні 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.

Формування соціального союзу (паралельно із банківським, фіскальним, політичним) є однією із найбільш дискусійних моментів в еволюції ЄС. Понад 15-річний досвід монетарної інтеграції забезпечив лише номінальну конвергенцію (вирівнювання рівнів інфляції та процентних ставок). Незважаючи на деякий успіх у соціальній сфері, Європейський економічний та валютний союз не виправдав сподівань щодо ефективності механізму коригування, конвергенції

реальних доходів та зменшення рівня безробіття. Сьогодні сформувались певні наукові підходи щодо майбутніх соціальних вимірів ЄЕВС. Одні дослідники акцентують на тому, що регулювання безробіття та соціальна політика мають бути прерогативою національних урядів. Інші висловлюють припущення про те, що соціальний вектор має бути основним в усіх політичних ініціативах ЄЕВС. Не заперечується також можливість імплементації соціальної моделі на рівні ЄС загалом.

На основі проведеного дослідження можна стверджувати, що успіх функціонування валютних союзів залежить від ефективних інститутів і політики, спрямованої на врегулювання асиметричних фінансових і реальних потрясінь, які впливають на його членів. За відсутності таких механізмів, несприятливі асиметричні фінансові потрясіння можуть також стимулювати деструктивні процеси у банківській системі, призводити до структурних та приватних боргових криз, тим самим дестабілізуючи валютні союзи.

Попри позитивні результати інтеграційних процесів у валютній сфері, у світовій економіці доволі часто також виникають валютні війни. Історія світової валютної системи вказує на те, що валютні війни проходили на фоні глибоких економічних криз, у них брало участь багато країн, а головним інструментом протистояння була масова девальвація національних валют. У сучасній валютній війні сформувалися три основні лінії «фронту»: доларо-юанська арена, яка простягається через Тихий океан; арена долара і євро – через Атлантичний океан та арена євро і юаня – на євразійській території<sup>769</sup>. Сьогодні участь у валютних війнах не обмежується національними емітентами валют і їх центральними банками. До них залучені також глобальні інститути, такі як МВФ, Світовий банк, Банк міжнародних розрахунків, ООН, приватні юридичні особи, такі як хеджеві фонди, глобальні корпорації, приватні офіси найбагатших громадян та ін.

---

<sup>769</sup> Rickards J. Currency wars: The making of the next global crisis. New York: Portfolio Penguin, 2012.

Кожна нова валютна війна характеризується зростанням кількості учасників, посиленням інтенсивності їх дій, а також розширенням спектру інструментів, які використовуються у боротьбі. Мотивація щодо використання конкурентної девальвація у кожній країні власна: боротьба із спекуляцією чи дестабілізуючою волатильністю курсу національної валюти; наявність переоціненої валюти, що потребує корекції з боку центробанків; застосування валюти як єдиного засобу стимулювання, коли всі альтернативні варіанти вже вичерпані; захисна реакція на економічну агресію інших країн. Однак девальвація валюти як шлях до збільшення експорту може призвести до більш високих витрат на споживання, конкурентних девальвацій інших країн, збільшення тарифів, введення ембарго та в підсумку спричинити світову рецесію. З огляду на ці несприятливі та непередбачені наслідки складно пояснити, чому країни знову розпочинають валютні війни, які за своєю суттю є взаємноруйнівні, та у яких важко визначити остаточного переможця.

Сьогоднішні політичні реалії фактично розв'язали для України дилему вибору стратегічного вектора економічної (в т. ч. монетарної) інтеграції, відкинувши східний напрям. Підписавши Угоду про асоціацію з ЄС, Україна взяла зобов'язання реформування фінансового сектору, кінцевою метою якої має бути повна лібералізація валютного ринку та транскордонних потоків капіталу. У процесі такої фінансової лібералізації доцільно вивчити міжнародний досвід для вибору відповідного темпу та послідовності реформ, що дозволить повною мірою використати переваги вільного руху капіталу і мінімізувати ризики, пов'язані з волатильністю його потоків. Досвід миттєвої фінансової лібералізації (наприклад, в Ізраїлі, Аргентині) наглядно 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. Інакше кажучи,

---

неможливо таргетувати інфляцію, не відпустивши гривню у «вільне плавання» і/або не встановивши обмеження руху капіталу.

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

## СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Боринець С. Я. Міжнародні валютно-фінансові відносини: підручник. Київ: Знання, 1999. 409 с.
2. Булатова Е. В., Марена Т. В. Эволюция и современные формы развития процессов региональной валютной интеграции. *Buletinul Științific Al Universității de Stat "Bogdan Petriceicu Hasdeu" Din Cahul*. 2011. № 6. С. 116–127.
3. Бурковська А. В., Лункіна Т. І. Міжнародні кредитно-розрахункові та валютні операції в сучасних умовах: навч. посіб. Миколаїв: МНАУ, 2012.
4. Буторина О. В. Международные Валюты: Интеграция и Конкуренция: монография. Москва: Деловая литература, 2003. 368 с.
5. Веб-портал фінансової аналітики "Quandl". URL: <https://www.quandl.com>.
6. Веб-сторінка компанії "ФИНАМ". URL: <http://www.finam.ru>.
7. Гістерезис. *Вікіпедія*, 2016. <https://uk.wikipedia.org/w/index.php?title=%D0%93%D1%96%D1%81%D1%82%D0%B5%D1%80%D0%B5%D0%B7%D0%B8%D1%81&oldid=18524489> (дата звернення: 28.07.2017).
8. Городниченко Ю. Почему Currency Board Стал бы Плохой Политикой для Украины. URL: <https://archive.voxukraine.org/2015/05/21/currency-board-for-ukraine-no-rus/> (дата обращения: 25.12.2017).
9. Грязнова А. Г. Валютная интеграция. *Финансово-Кредитный Энциклопедический Словарь*. Москва: Финансы и статистика, 2002. URL: [https://finance\\_loan.academic.ru/309/](https://finance_loan.academic.ru/309/)
10. Гурьева М. Блокчейн-экономика: тренды и перспективы, 2017. URL: <https://te-st.ru/wp-content/uploads/2017/04/Marina-Gureva.pdf>.
11. Департамент праці США. URL: <http://data.bls.gov>.
12. Древнегреческие монеты. *Энциклопедия Брокгауза и Эфрона*. URL: <http://gatchina3000.ru/brockhaus-and-efron-encyclopedic-dictionary/037/37575.htm> (дата обращения: 16.02.2017).

13. Журавка Ф. О. Методологічні підходи до класифікації режимів валютних курсів Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: Збірник наукових праць. Суми: УАБС НБУ, 2007, С. 82–89.

14. Звіт про фінансову стабільність, 12.2017. *Національний банк України*. URL: [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat\\_id=32236491](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=32236491)

15. Інфляційний звіт, 01.2018. *Національний банк України*. URL: [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat\\_id=742185](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=742185)

16. Казарінов Д. В. Валютне регулювання в Україні в процесі регіональної валютної інтеграції: дис. ... канд. ек. наук: 08.00.08 /Українська академія банківської справи НБУ, 2013.

17. Китайське інформаційне агентство Сінхуа. URL: <http://www.xinhuanet.com>.

18. Козюк В. В. Валютні ради: колізії історичного досвіду та перспективи в умовах глобалізації. *Наука молода* : зб. наук. праць молод. вчених Терноп. держ. екон. ун-ту. 2005. № 3. URL: <http://dspace.tneu.edu.ua/handle/316497/18730>.

19. Козюк В. В. Монетарні проблеми функціонування глобальної фінансової архітектури: монографія. Тернопіль: Видавництво Астон, 2005. 512 с.

20. Красавина Л. Н. Валютно-кредитные и финансовые отношения. Москва: Финансы и статистика, 2000. С. 32.

21. Лизун М. В. Розвиток світової валютної системи крізь призму її елементів. *Вісник Тернопільського Національного Економічного Університету*. 2016. № 4. С. 82–95.

22. Лизун М. В. Теорія оптимальних валютних зон як концептуальна основа регіональних валютних угруповань. *Журнал європейської економіки*. 2016. №3. С. 312–34.

23. Лизун М. В., Ліщинський І. О. Вплив регіоналізації ринків нафти на динаміку валютних курсів та процеси валютної інтеграції. *Економічний простір*. 2015. №100. С. 13–23.

24. Лизун М. В. Валютна інтернаціоналізація крізь призму детермінуючих факторів та функцій. *Науковий вісник Ужгородського національного університету. Серія: Міжнародні економічні відносини та світове господарство*. 2017. №13 (2). С. 9-13.

25. Лизун М. В. Валютні союзи: теоретичні підходи до трактування та мотивація створення. *Науковий вісник МГУ. Серія: «Економіка і менеджмент»*. 2017. №25. С. 42–51.

26. Лизун М. В. Взаємна каузальність цін на нафту та валютних курсів. *Міжнародні відносини Серія «Економічні науки»*. 2015. № 5. URL: [http://journals.iir.kiev.ua/index.php/ec\\_n/article/view/2603](http://journals.iir.kiev.ua/index.php/ec_n/article/view/2603) >.

27. Лизун М. В. Вплив інтернаціоналізації валюти на розвиток бізнесу. *Міжнародні відносини Серія «Економічні науки»*. 2017. № 10. URL: [http://journals.iir.kiev.ua/index.php/ec\\_n/article/view/3119](http://journals.iir.kiev.ua/index.php/ec_n/article/view/3119).

28. Лизун М. В. Особливості розвитку процесу інтернаціоналізації валюти в рамках геополітичного підходу. *Science of Europe*. 2017. №17 (1). С. 32–38.

29. Лизун М. В. Переваги та недоліки доларизації економік для країн, що розвиваються. *Економічний вісник Запорізької державної інженерної академії*. 2017. №3 (09). С. 11-19.

30. Лизун М. В. Режим валютної ради в рамках монетарної інтеграції. *Науковий вісник Херсонського державного університету. Серія «Економічні науки»*. 2017. №25. С. 22–34.

31. Лизун М. В. Розвиток процесів регіональної економічної інтеграції: валютний аспект. *Галицький Вісник*. 2016. №1(50). С. 45-57.

32. Лизун М. В. Сучасні тенденції формування та розвитку валютних союзів. *Вісник ОНУ. Економіка*. 2017. Том 22, Випуск 2 (55). С. 22–27.

33. Лизун М. В., Ліщинський І. О. Вплив регіоналізації ринків нафти на динаміку валютних курсів та процеси валютної інтеграції. *Економічний простір*. 2015. № 100. С. 13-23.



- 
34. Лизун М.В. Антикризова політика: світовий досвід та уроки для України. *Вісник Дніпропетровського університету*. 2011. № 10/1, Т.19. С. 266-271.
35. Лизун М.В. Архітектура сучасних процесів регіональної інтеграції. *Економіка та суспільство*. 2017. № 13. С. 102-107.
36. Лизун М.В. Валютні війни в світовому геомонетарному просторі. *Бізнес-навігатор*. 2017. №4 (43). С.26-30.
37. Лизун М.В. Економічна ефективність валютно-курсового режиму доларизації. *Научные труды SWorld*. 2017. Выпуск 49, Том 2. 123 с.
38. Лизун М.В. Розвиток парадигми регіональної валютної інтеграції. *Економічний простір*. 2017. №125. С. 5–17.
39. Лизун М.В., Комар Н. В. Теорія та практика антиінфляційного регулювання. *Ефективна економіка*. 2012. № 2. URL: <http://www.economy.nauka.com.ua/index.php?operation=1&iid=962>.
40. Ліщинський І. О. Стратегія формування полюсів зростання в Болгарії. *Вісник Тернопільського національного економічного університету*. 2016. №3. С. 61–71.
41. Ліщинський І. О., Лизун М. В. Регулювання ринку цінних паперів в розвинутих країнах світу: досвід для України. *Збірник наукових праць Черкаського державного технологічного університету*. Серія: Економічні науки. 2014. №38. С. 12–18.
42. Ліщинський І. О. Нова економічна географія та альтернативні концепції агломерації виробництва. *Журнал європейської економіки*. 2009. №3. С. 241–264.
43. Луцишин З. О., Дікарев О. І. Фінансові стратегії на світовому енергетичному ринку. *Світ фінансів*. 2009. № 3. С. 40–55.
44. Ляшенко В. И. Финансово-регуляторные режимы стимулирования экономического развития: введение в экономическую режимологию. *Донецк: НАН Украины, Ин-т экономики пром-сти*, 2012. 370 с.

45. Мереминская Е. Война продолжается. URL: <https://www.gazeta.ru/business/2013/02/18/4971185.shtml>.

46. Огляд банківського сектору, 2017. *Національний банк України*. URL: [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=58539309](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=58539309)

47. Попов В. Зачем Россия и Китай копят иностранную валюту. Program on New Approaches to Research and Security in Eurasia (PONARS Eurasia). URL: [http://www.ponarseurasia.org/sites/default/files/policy-memos-pdf/pepm\\_256\\_russ\\_porov\\_june\\_2013\\_0.pdf](http://www.ponarseurasia.org/sites/default/files/policy-memos-pdf/pepm_256_russ_porov_june_2013_0.pdf) (дата обращения: 22.08.2015).

48. Прохорова М. Е. Сучасні підходи до формування новітньої архітектури світової валютної системи. *Науковий вісник інституту міжнародних відносин НАУ. Серія: Економіка, Право, Політологія, Туризм*. 2010. Т. 1. №. 1. С. 61.

49. Савельев Є.В., Куриляк В.Є., Лизун М.В., Ліщинський І.О. Global monetary integration and determination of strategic priorities for the exchange rate policy in Ukraine. *Годишник на СА «Д. А. Ценов»*. 2017. №120 С. 177-227.

50. Самые распространенные и активные локальные валюты мира, 2017. *Блог компании Wirex*. URL: <https://geektimes.ru/company/wirex/blog/281132/>.

51. Сенатори США пропонують Україні запровадити режим валютного управління – currency board. URL: <https://news.finance.ua/ua/news/-/323691/senatory-ssha-proponuyut-ukrayini-zaprovadyty-rezhym-valyutnogo-upravlinnya-currency-board> (дата звернення: 25.12.2017).

52. Сіску Т., Савельев Є. Валютні режими і валютнокурсова політика України у вимірах благословенної і неблагословенної трійці. *Журнал Європейської Економіки*. 2016. № 2. С. 143–171.

53. Скоморович І. Г. Феномен локальних грошових систем. *Соціально-економічні проблеми сучасного періоду України*. 2015. № 4. С. 53–56.

54. Словник української мови: у 11 Томах. Київ : Наукова думка, 1973. Т. 4. С. 35.

55. Толковый словарь наиболее употребительных иностранных слов. Litres, 2017. 529 с.

56. Харитоновна Ю. А. Современные валютные войны: победители и побежденные. Научно-исследовательский финансовый институт. *Финансовый журнал*. 2011. №2. С. 19-30.

57. Харитоновна Ю. А., Тактуева А. Г. Противостояние Китая и США: Валютная «война» или конкурентная борьба. *Вестник Уральского института экономики, управления и права*. 2011. №1 (14). С.32-37.

58. Ціна на нафту, курси валют і неоднозначний вплив санкцій на Росію – Forbes. URL: <http://ua.korrespondent.net/business/economics/3509508-tsina-na-naftu-kursy-valuit-i-neodnoznachnyi-vplyv-sanktsii-na-rosiui-Forbes>.

59. Шамова І. В. Грошово-кредитні системи зарубіжних країн: навч. посібник. Київ: КНЕУ, 2001. 195 с.

60. Шаров О. М. Монетарні та валютні війни як фактор загрози національній економічній безпеці. Стратегічні пріоритети. 2013. № 3;

61. Шевчук В. Вплив передбачуваних і непередбачуваних змін обмінного курсу в Україні. *Вісник Національного Банку України*. 2017. № 241. С. 36–49.

62. Шумська С. Теорія оптимальних валютних зон: критерії та аналіз показників, що характеризують інтеграційні процеси в Україні та СНД. *Економічна Теорія*. 2013. Т. 4. № 48.

63. Юрій С. І., Федосов В. М. Фінанси: підручник. Київ: Знання, 2008. 611 с.

64. Abinader J. R. *One World Currency: the Globe*. New York: University Press of America, 2014. 120 p.

65. Aizenman J., Ito H. The “Impossible Trinity”, The International Monetary Framework, and the Pacific Rim. *The Oxford handbook of the economics of the Pacific Rim* / Ed. I. Kaur, N. Singh. New York: Oxford University Press, 2014.

66. Alesina A., Ardagna S., Galasso V. The Euro and Structural Reforms. Working Paper. *National Bureau of Economic Research*. 2008. URL: <https://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/14479.html>.

67. Alesina A., Barro R. J. Currency Unions. Working Paper. *National Bureau of Economic Research*. 2000. DOI: <https://doi.org/10.3386/w7927>.

68. Alesina A., Barro R. J., Tenreyro S. Optimal Currency Areas. *NBER Macroeconomics Annual*. 2002. Vol. 17. P. 301–345. DOI: <https://doi.org/10.1086/ma.17.3585292>.

69. Allen P. R. Organization and administration of a monetary union. Princeton: International Finance Section, Dept. of Economics, Princeton University, 1976. 100 p. URL: [https://www.princeton.edu/~ies/IES\\_Studies/S38.pdf](https://www.princeton.edu/~ies/IES_Studies/S38.pdf).

70. Amadeo K. Currency Wars and How They Work, 2017. URL: <https://www.thebalance.com/what-is-a-currency-war-3306262>.

71. Analyzing Ether: A Bitcoin Investor's Skeptical Take. *CoinDesk 2017*: June 24, 2017. URL: <http://www.coindesk.com/analyzing-ether-bitcoin-investors-skeptical-take/>.

72. Anderson J. E., Marcouiller D. Trade, Insecurity, and Home Bias: An Empirical Investigation. Working Paper. *National Bureau of Economic Research*. 1999. DOI: <https://doi.org/10.3386/w7000>.

73. Andor L. Developing the social dimension of a deep and genuine Economic and Monetary Union. *Policy Brief: European Policy Centre*. 2013. URL: [http://www.epc.eu/documents/uploads/pub\\_3707\\_developing\\_the\\_social\\_dimension.pdf](http://www.epc.eu/documents/uploads/pub_3707_developing_the_social_dimension.pdf).

74. Arana G. V. Currency Wars: The Lack of a Global Monetary System. Zürich. 2014. URL: <https://www.ethz.ch/content/dam/ethz/special-interest/mtec/chair-of-entrepreneurial-risks-dam/documents/dissertation/CurrencyWarFinal.pdf>.

75. Arpaia A., Kiss A., Palvolgyi B., Turrini A. Labour mobility and labour market adjustment in the EU European Economy. *Economic Papers*. 2014. No. 539.

URL: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/economic\\_paper/2014/esp539\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/economic_paper/2014/esp539_en.htm).

76. Arteta C. O. Exchange rate regimes and financial dollarization: does flexibility reduce bank currency mismatches? *International Finance Discussion Paper. Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.)*. 2002. URL: <https://ideas.repec.org/p/fip/fedgif/738.html>.

77. Artis M. What do we now know about currency unions? *Macroeconomics and Finance in Emerging Market Economies*. 2008. Vol. 1, No 1. P. 13–29. DOI: <https://doi.org/10.1080/17520840701856217>.

78. Austria-Hungary, the Dual Monarchy. URL: <https://www.pinterest.com/pin/472878029596025731/>

79. Bacchetta P., van Wincoop E. A Theory of the Currency Denomination of International Trade *Journal of International Economics*. 2005. Vol. 67, No 2. P. 295–319.

80. Backus D. K., Crucini M. J. Oil Prices and the Terms of Trade. *Journal of International Economics*. 2000. No 50. P. 185-213.

81. Balassa B. *The Theory of Economic Integration*. London: Routledge, 2013. 286 p.

82. Baldwin R. E. *In Or Out: Does it Matter? : An Evidence-based Analysis of the Euro's Trade Effects*. Centre for Economic Policy Research, 2006. 126 p.

83. Baldwin R. E. *Towards an Integrated Europe*. Centre for Economic Policy Research, 1994. 272 p.

84. Baldwin R. E., Skudelny F., Taglioni D. Trade Effects of the Euro: Evidence from Sectoral Data. NY: Rochester. *Social Science Research Network*. 2005. URL: <https://papers.ssrn.com/abstract=668246>.

85. Baldwin, Richard. 'A Domino Theory of Regionalism'. National Bureau of Economic Research, 1993.

86. Baliño T., Bennett A., Borensztein E. Monetary Policy in Dollarized Economies. IMF Occasional Paper. *International Monetary Fund* 1999: March 15, 1999. URL: <http://econpapers.repec.org/paper/imfimfocp/171.htm>.

87. Barro R., Tenreyro S. Economic Effects of Currency Unions. *Economic Inquiry*. 2007. Vol. 45, No 1. P. 1–23. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1465-7295.2006.00001.x>.

88. Bassam F. An Anatomy of the Crude Oil Pricing System. Oxford, 2011, ISBN 978-1-907555-20-6.

89. Bayoumi T., Eichengreen B. Ever closer to heaven? An optimum-currency-area index for European countries. *European Economic Review*. 1997. Vol. 41, No 3. P. 761–770.

90. Bayoumi T., Eichengreen B. Shocking aspects of European economic unification. *Adjustment and Growth in the European Monetary Union* / Ed. F. Torres, F. Giavazzi. Cambridge: Cambridge University Press, 1993. P. 193–229.

91. Begg I., Mushövel F., Niblett R. The Welfare State in Europe: Visions for Reform. London: Chatham House, 2015. URL: <https://www.chathamhouse.org/node/18575>.

92. Begovic S. An Assessment of the Sustainability and Desirability of a Currency Board Arrangement, with Special Reference to Bosnia and Herzegovina: Doctoral dissertation / Staffordshire University. Stoke-on-Trent. 2014. URL: <http://eprints.staffs.ac.uk/2352/>.

93. Bénassy-Quéré A. Optimal Pegs for East Asian Currencies. *Journal of the Japanese and International Economies*. 1999. Vol. 13, No 1. P. 44–60. DOI: <https://doi.org/10.1006/jjie.1998.0410>.

94. Bénassy-Quéré A. The euro as an international currency. *Documents de travail du Centre d'Economie de la Sorbonne*. Université Panthéon-Sorbonne. Centre d'Economie de la Sorbonne. 2015. URL: <https://ideas.repec.org/p/mse/cesdoc/15029.html>.

95. Bénassy-Quéré A., Coeuré B. Big and Small Currencies: The Regional Connection. CEPII, 2000. URL: <https://pdfs.semanticscholar.org/5513/4229547d20bcfbcd7a3c3bdc1a73a6d8136e.pdf>.

96. Ben-Bassat A. The optimal composition of foreign exchange reserves. *Journal of International Economics*. 1980. Vol. 10, № 2. P. 285–295.

97. Benoît Coeuré A. Currency fluctuations: the limits to benign neglect. Peterson Institute for International Economics, Washington, DC, 2 April 2013. URL: <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp130402.en.html>

98. Berg A., Mauro P., Mussa M., Swoboda A., Jadresic E., Masson P. Exchange Rate Regimes in an Increasingly Integrated World Economy. IMF Occasional Paper. *International Monetary Fund 2000*: August 10, 2000. URL: <https://econpapers.repec.org/paper/imfifmofcp/193.htm>.

99. Berger H., Nitsch V. Zooming out: The trade effect of the euro in historical perspective. *Journal of International Money and Finance*. 2008. Vol. 27, No 8. P. 1244–1260.

100. Bergin P. Monetary Union. *The Concise Encyclopedia of Economics*. URL: <http://www.econlib.org/library/Enc/MonetaryUnion.html> (Last accessed: 18.04.2017).

101. Bergsten C. F. The United States and the World Economy: Foreign Economic Policy for the Next Decade. New York: Columbia University Press, 2005. 475 p.

102. Bergsten C.F. Open Regionalism. *World Economy*. 1997. Vol. 20., No 5. P. 545–565. DOI: <https://doi.org/10.1111/1467-9701.00088>.

103. Berkmen S. P., Cavallo E. Exchange Rate Policy and Liability Dollarization: What do the Data Reveal about Causality? *Review of International Economics*. 2010. Vol. 18, No 5. P. 781–795. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1467-9396.2010.00890.x>.

104. Bhagwati J. N. US Trade Policy: The Infatuation with FTAs. New York: Columbia University, Department of Economics, 1995. URL: <https://academiccommons.columbia.edu/catalog/ac:100125>.

105. Bignon V., Breton R., Breu M.R. Monetary Union with a Single Currency and Imperfect Credit Market Integration. *FIW Working Paper series*. 2015. URL: <https://ideas.repec.org/p/wsr/wpaper/y2015i153.html>.

106. Bitcoin, Ethereum Avg. Transaction Fee chart. URL: </comparison/transactionfees-BTC-ETH.html> (Last accessed: 28.02.2018).

107. Biting at the champs, 2017 URL: <https://www.economist.com/news/finance-and-economics/21717997-government-has-been-pushing-price-yuan-up-not-down-china-and>

108. Black S. W. The Use of Monetary Policy for Internal and External Balance in Ten Industrial Countries. *Exchange Rates and International Macroeconomics*. 1983. P. 207.

109. Blanchard O., Dell'ariccia G., Mauro P. Rethinking Macroeconomic Policy. *Journal of Money, Credit and Banking*. 2010. No. 42. P. 199–215. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1538-4616.2010.00334.x>.

110. Blanchard O., Katz L. Regional Evolutions. *Brookings Papers on Economic Activity*. 1992. Vol. 1. P. 1–75.

111. Bleaney M. F., Tian M., Yin L. De Facto Exchange Rate Regime Classifications: An Evaluation. *Open Economies Review*. 2017. Vol. 28, No 2. P. 369–382. DOI: <https://doi.org/10.1007/s11079-016-9427-7>.

112. Blomström M., Kokko A. Regional Integration and Foreign Direct Investment. CEPR Discussion Paper. *C.E.P.R. Discussion Papers*. 1997. URL: <https://econpapers.repec.org/paper/cprceprdp/1659.htm>.

113. Bloom D., Maher D., Mackel P., Toprak M., Hernandez M. Currency War Special. *HSBC Global Research*, 2013. URL: <https://ru.scribd.com/document/125552359/130215-Currency-War-Special>.



- 
114. Bogetic Z. *Official Dollarization: Current Experiences and Issues*. Rochester, NY: Social Science Research Network, 2000. URL: <https://papers.ssrn.com/abstract=1809824>.
115. Bolaños Bonilla A. *A Step Further in the Theory of Regional Integration: A Look at the Unasur's Integration Strategy*. Rochester, NY: Social Science Research Network, 2016. URL: <https://ssrn.com/abstract=2780799>.
116. Bordo M. D., Jonung L. *The Future of EMU: What Does the History of Monetary Unions Tell Us? Working Paper. National Bureau of Economic Research*. 1999. DOI: [//doi.org/10.3386/w7365](https://doi.org/10.3386/w7365).
117. Bordo M. D., Meissner C., Redish A. *How «Original Sin» was Overcome: The Evolution of External Debt Denominated in Domestic Currencies in the United States and the British Dominions. Working Paper. National Bureau of Economic Research*. 2003. DOI: <https://doi.org/10.3386/w9841>.
118. Borensztein E., Berg A. *The Pros and Cons of Full Dollarization*. Rochester, NY: Social Science Research Network, 2000. URL: <https://papers.ssrn.com/abstract=267355>.
119. Borzel T. A., Risse T. *The Oxford Handbook of Comparative Regionalism*. Oxford: Oxford University Press, 2016. URL: <http://gen.lib.rus.ec/book/index.php?md5=86bd9468e1f84b31ff824fe8dac0d0d8>.
120. Bougheas S., Demetriades P. O., Morgenroth E. L. *International aspects of public infrastructure investment. Canadian Journal of Economics/Revue Canadienne d'économique*. 2003. Vol. 36, No 4. P. 884–910.
121. Bown C. P. *Mega-Regional Trade Agreements and the Future of the WTO. Global Policy*. 2017. Vol. 8, No 1. P. 107–112.
122. Brenner N., Jessop B., Jones M., Macleod G. *State/Space: a reader*. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2008.
123. Brillembourg A., Schadler S.M. *A Model of Currency Substitution in Exchange Rate Determination, 1973-78. Staff Papers (International Monetary Fund)*. 1979. Vol. 26, No 3. P. 513–542. DOI: <https://doi.org/10.2307/3866889>.

- 
124. Broadbent B. Central banks and digital currencies. London: Speech London School Economics. 2016. Vol. 2. URL: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Pages/speeches/default.aspx>.
125. Broda C., Yeyati E. L. Endogenous Deposit Dollarization. *Journal of Money, Credit and Banking*. 2006. Vol. 38, No 4. P. 963–988.
126. Brown B. Money Hard and Soft on the International Currency Markets. New York: Wiley, 1978. 183 p.
127. Broz J.L. The International Origins of the Federal Reserve System. Ithaca, N.Y.: Cornell University Press, 2009. 1 edition. 286 p.
128. Brummer C. Minilateralism: How Trade Alliances, Soft Law and Financial Engineering are Redefining Economic Statecraft. Cambridge: Cambridge University Press, 2014. 233 p.
129. Buchanan J. M. An Economic Theory of Clubs. *Economica*. 1965. Vol. 32, No 125. P.1–14. DOI: <https://doi.org/10.2307/2552442>.
130. Buetzer S., Habib M., Stracca L. Global Exchange Rate Configurations: Do Oil Shocks Matter? Working Paper, European Central Bank, 2012.
131. Buitert W. H., Sibert A. New Theories of Optimal Currency Areas and Their Application to Poland's Adoption of the Euro: the Asymmetric-Shocks-on-its-Head and the Lender-of-Last-Resort Theories of Optimal Currency Areas. *Common Currency and Its Future: Lessons for the New Member States*. 2008. URL: [http://www.Nbp.Pl/Konferencje/Bise\\_2008/Bin/Buiterp.Pdf](http://www.Nbp.Pl/Konferencje/Bise_2008/Bin/Buiterp.Pdf).
132. Bun M., Klaassen F. Has the Euro Increased Trade? Rochester, NY: Social Science Research Network, 2002. URL: <https://papers.ssrn.com/abstract=338602>.
133. Bustelo P. The Impact of the Financial Crises on East Asian Regionalism, 2000.
134. Caballero R., Farhi E., Gourinchas P.-O. An Equilibrium Model of «Global Imbalances» and Low Interest Rates. *CEPR Discussion Paper*. 2006. URL: <http://econpapers.repec.org/paper/cprceprdp/5573.htm>.

135. Cabral N. da C., Gonçalves J.R., Rodrigues N.C. The Euro and the Crisis: Perspectives for the Eurozone as a Monetary and Budgetary Union. Berlin: Springer, 2016. 378 p.

136. Calderón C., Servén L. Infrastructure and economic development in Sub-Saharan Africa. *Journal of African Economies*. 2010. Vol. 19, No 1. P. 13–87.

137. Calvo G.A., Reinhart C.M. Fear of Floating. *The Quarterly Journal of Economics*. 2002. Vol. 117, № 2. P. 379–408. DOI: <https://doi.org/10.1162/003355302753650274>.

138. Camilleri Gilson M.-T. Policy Pre-Commitment and Institutional Design. *OECD Economics Department Working Papers*. 2002. DOI: <https://doi.org/10.1787/101351888036>.

139. Carlson M., Carroll C., Chan I. and others. Should Poland Join the Euro? An Economic and Political Analysis. Princeton University, 2016. URL: <https://www.princeton.edu/sites/default/files/content/Should%20Poland%20Join%20the%20Euro.pdf>.

140. Catão L., Terrones M. Determinants of Dollarization; The Banking Side. IMF Working Paper. *International Monetary Fund*, 2000. URL: <https://ideas.repec.org/p/imf/imfwpa/00-146.html>.

141. Catão L., Terrones M. Financial De-Dollarization; A Global Perspective and the Peruvian Experience. IMF Working Paper. *International Monetary Fund*, 2016. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2016/wp1697.pdf>.

142. Catão L., Terrones M. Fiscal deficits and inflation. *Journal of Monetary Economics*. 2005. Vol. 52, No 3. P. 529–554.

143. Cesarano F. The origins of the theory of optimum currency areas. *History of Political Economy*. 2006. Vol. 38, No 4. P. 711–731.

144. Champs or chumps? China and currency manipulation. *The Economist*. URL: <https://www.economist.com/news/finance-and-economics/21717997-government-has-been-pushing-price-yuan-up-not-down-china-and>.

- 
145. Chang R. Regional monetary arrangements for developing countries, 2000.
146. Chari V., Kehoe P. Time Inconsistency and Free-Riding in a Monetary Union. *Journal of Money, Credit and Banking*. 2008. Vol. 40, No 7. P. 1329–1356.
147. Ching S., Devereux M.B. Mundell Revisited: a Simple Approach to the Costs and Benefits of a Single Currency Area. *Review of International Economics*. 2003. Vol. 11, Mo 4. P. 674–691. DOI: <https://doi.org/10.1111/1467-9396.00410>.
148. Chinn M., Frankel J. Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency? Working Paper. *National Bureau of Economic Research 2005*: August, 2005. DOI: <https://doi.org/10.3386/w11510>.
149. Christova-Balkanska I. Bulgarian economic development and EU integration. How FDI and EU Structural Funds could help this process? *Revista Romana de Economie*. 2016. p.42.
150. Cipoletta Tomassian G. Physical infrastructure and regional integration. *CEPAL*. 2009. No 280. URL: <http://repositorio.cepal.org/handle/11362/36290>.
151. Claessens S., Klingebiel D., Schmukler S. L. Government Bonds in Domestic and Foreign Currency: The Role of Macroeconomic and Institutional Factors. Policy Research Working Papers. *The World Bank, 2003*. DOI: <https://doi.org/10.1596/1813-9450-2986>.
152. Cohen B. J. Beyond EMU: The Problem of Sustainability. *Economics & Politics*. 1993. Vol. 5, No 2. P. 187–203. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1468-0343.1993.tb00074.x>.
153. Cohen B. J. *Currency Power: Understanding Monetary Rivalry*. Princeton: Princeton University Press, 2015. 303 p.
154. Cohen B. J. *Dollarization: Pros and Cons*. Depart of Political Science, University of California, 2000.
155. Cohen B. J. Monetary Unions. 2018. URL: <https://eh.net/encyclopedia/monetary-unions/> (Last accessed: 18.02.2018).

- 
156. Cohen B. J. The Benefits and Costs of an International Currency: Getting the Calculus Right. *Open Economies Review*. 2012. Vol. 23, No 1. P. 13–31.
157. Cohen B. J. *The Future of Money*. Princeton. N.J.: Princeton University Press, 2006. 320 p.
158. Cohen B. J. *The Future of Sterling as an International Currency*. Macmillan, 1971. 288 p.
159. Cohen B. J. *The Geography of Money*. Ithaca, NY: Cornell University Press, 2000. 248 p.
160. Cohen B. J. The Macrofoundation of Monetary Power. *International Monetary Power* / Ed. D. Andrews. Ithaca and London: Cornell University Press, 2006.
161. CoinMarketCap. URL: <https://coinmarketcap.com/all/views/all/> (Last accessed:21.02.2018).
162. Community Currencies in Action. *People Powered Money: Designing, Developing and Delivering Community Currencies*. London: New Economics Foundation, 2015. 190 p.
163. Comstock Fund URL: <http://comstockfunds.com/default.aspx?act=Newsletter.aspx&category=SpecialReport&newsletterid=1779&menugroupHome>.
164. Convergence Report - June 2016 (PDF). European Commission Institutional Papers 26. June 2016. Brussels. 200 p. URL: [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/file\\_import/ip026\\_en\\_2.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/file_import/ip026_en_2.pdf).
165. Convergence report 2016. European Commission. URL: [https://ec.europa.eu/info/publications/economy-finance/convergence-report-2016\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/economy-finance/convergence-report-2016_en)
166. Cooper R. N. *Currency devaluation in developing countries*. Princeton University Press, 1971.
167. Cooper R., Kempf H. Overturning Mundell: Fiscal policy in a monetary union. *The Review of Economic Studies*. 2004. Vol. 71, No 2. P. 371–396.
168. Corden W. M. *Monetary integration*. Princeton: International Finance Section, Princeton University Princeton, 1972.

- 
169. Cui Y. The internationalization of the RMB: where does the RMB currently stand in the process of internationalization. *Asian-Pacific Economic Literature*. 2013. Vol. 27, No 2. P. 68–85. DOI: <https://doi.org/10.1111/apel.12045>.
170. Cukierman A., Webb S. B., Neyapti B. Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes. *The World Bank Economic Review*. 1992. Vol. 6, No 3. P. 353–398.
171. Currency substitution. *Wikipedia*. URL: [https://en.wikipedia.org/w/index.php?title=Currency\\_substitution&oldid=771021987](https://en.wikipedia.org/w/index.php?title=Currency_substitution&oldid=771021987) (Last accessed: 19.03.2017)
172. Currency Union. *Investopedia*, 13 February 2011. URL: <http://www.investopedia.com/terms/c/currency-union.asp.2011> (Last accessed: 12.09.2017)
173. Currency Wars are Evil. URL: <http://www.merkinvestments.com/insights/2013/2013-02-12.php> (Last accessed: 14.05.2017).
174. Currency Wars: Belligerent Bullies. *Macro insights*, March 2013. URL: <https://safehaven.com/article/28917/currency-wars-belligerent-bullies>.
175. Dandashly A. The political impediments to euro adoption in Poland. *Problems of Post-Communism*. 2015. Vol. 62, No 5. P. 287–298.
176. Dao M., Furceri D., Loungani P. Regional Labor Market Adjustments in the United States and Europe. *IMF Working Paper*. 2014. No 14/26. P. 37.
177. De Cecco M. European Monetary and Financial Cooperation before the First World War. *Rivista Di Storia Economica*. 1992. No 1/2. P. 55.
178. De Grauwe P., Mongelli F. Endogeneities of Optimum Currency Areas: What brings Countries Sharing a Single Currency Closer Together? *SSRN Scholarly Paper*. Rochester, NY: Social Science Research Network, 1 April 2005. URL: <https://papers.ssrn.com/abstract=691864>.
179. De Grauwe P., Schnabl G. Exchange rate regimes and macroeconomic stability in Central and Eastern Europe. *Euro Adopt. Cent. East. Eur. Oppor. Chall*. 2005.

- 
180. De La Torre A., Schmukler S. L. Coping with Risks through Mismatches: Domestic and International Financial Contracts for Emerging Economies. *International Finance*. 2004. Vol. 7. No 3. P. 349–390. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1367-0271.2004.00142.x>.
181. De Sandro L. Monetary policy with the support of blockchain: an (im)possible future. URL: <https://www.linkedin.com/pulse/monetary-policy-support-blockchain-impossible-future-luca-de-sandro/> (Last accessed: 28.02.2018).
182. De Sousa J., Lamotte O. Does political disintegration lead to trade disintegration? Evidence from transition countries. *Economics of Transition*. 2007. Vol. 15, No 4. P. 825–843. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1468-0351.2007.00310.x>.
183. De Vanssay X. Monetary unions: a historical perspective. Before and beyond EMU: historical lessons and future prospects. *Crowley Routledge studies in the modern world economy* / Ed. Patrick M. London; New York: Routledge, 2002.
184. Deblock C. Régionalisme économique et mondialisation: que nous apprennent les théories? La question politique en économie internationale. Paris: La Découverte, 2006. P. 248–260.
185. Deblock C., Brunelle D., Rioux M. Zone de Libre-Échange Des Amériques et Intégration En Profondeur Asymétrique. *Intégration Euro-Méditerranéenne et Stratégies Économiques* / Ed. H. Regnault. Editions L'Harmattan, 2003. P. 313–325.
186. Decressin J., Fatas A. Regional labor market dynamics in Europe. *European Economic Review*. 1995. Vol. 39. No 9. P. 1627–1655.
187. Dellas H., Tavlas G. S. An Optimum Currency Area Odyssey. *SSRN Scholarly Paper*. Rochester, NY: Social Science Research Network, 1 January 2010. URL: <https://papers.ssrn.com/abstract=1539317>.
188. Desquilbet J. B., Nenovsky N. Credibility and adjustment: gold standards versus currency boards. William Davidson Institute Working Papers Series. William Davidson Institute at the University of Michigan, 1 May 2004. URL: <https://ideas.repec.org/p/wdi/papers/2004-692.html>.

- 
189. Deutscher Zollverein. *Wikipedia*. 2017. URL: [https://de.wikipedia.org/w/index.php?title=Deutscher\\_Zollverein&oldid=162581470](https://de.wikipedia.org/w/index.php?title=Deutscher_Zollverein&oldid=162581470) (Last accessed: 12.02.2017).
190. Devereux M., Engel C. Fixed vs. Floating Exchange Rates: How Price Setting Affects the Optimal Choice of Exchange-Rate Regime. Working Paper. *National Bureau of Economic Research*, March 2003. DOI: <https://doi.org/10.3386/w9543>.
191. Devereux M., Engel C. Fixed vs. Floating Exchange Rates: How Price Setting Affects the Optimal Choice of Exchange-Rate Regime. *National Bureau of Economic Research*. 1998. URL: <http://econpapers.repec.org/paper/nbrnberwo/6867.htm>.
192. Devereux M., Shi S. Vehicle Currency. *International Economic Review*. 2013. Vol. 54, No 1. P. 97–133.
193. Devereux M.B., Engel C., Storgaard P.E. Endogenous Exchange Rate Pass-through when Nominal Prices are Set in Advance. *National Bureau of Economic Research*, 2003.
194. Dieter H. Monetary Regionalism: Regional Integration Without Financial Crises. Scholarly Paper. Rochester, NY: Social Science Research Network, 1 May 2000. URL: <https://papers.ssrn.com/abstract=229812>.
195. Dieter H. The Advancement of Monetary Regionalism in East Asia. *New Issues in Regional Monetary Coordination*. London: Palgrave Macmillan, 2006. P. 188–219. URL: [https://doi.org/10.1057/9780230502444\\_10](https://doi.org/10.1057/9780230502444_10).
196. Dobrev D. The Currency board in Bulgaria: Design, peculiarities, and management of foreign exchange cover, BNB, 1999.
197. Dooley M. P., Folkerts-Landau D., Garber P. An Essay on the Revived Bretton Woods System. Working Paper. *National Bureau of Economic Research*, September 2003. DOI: <https://doi.org/10.3386/w9971>.
198. Dowd K. *New Private Monies: A Bit-Part Player?* London: Institute of Economic Affairs, 2015. 94 p.



- 
199. Dwyer G.P., Lothian J.R. *The Economics of International Monies*. Rochester, NY: Social Science Research Network, 2004. URL: <https://papers.ssrn.com/abstract=613689>.
200. Dyson K. Featherstone K. *The road to Maastricht: negotiating economic and monetary union*. Oxford: Oxford University Press, 1999.
201. Dyson K. *The Euro at Ten: Europeanization, Power, and Convergence*. Oxford: Oxford University Press, 2008.
202. Dyson K., Marcussen M. *Central banks in the age of the euro: Europeanization, convergence, and power*. Oxford: Oxford University Press, 2009.
203. East Caribbean dollar. *Wikipedia*. URL: [https://en.wikipedia.org/w/index.php?title=East\\_Caribbean\\_dollar&oldid=759398185](https://en.wikipedia.org/w/index.php?title=East_Caribbean_dollar&oldid=759398185) (Last accessed: 10.01.2017).
204. Eastern Caribbean Central Bank web-site. About us. URL: <http://www.eccb-centralbank.org/About/index.asp> (Last accessed: 20.02.2017).
205. Education index. Human Development Reports, 2017. *UNDP*. URL: <http://hdr.undp.org/en/content/education-index> (Last accessed: 05.11.2017).
206. Edwards S. *The Relationship Between Exchange Rates and Inflation Targeting Revisited*. Working Paper. *National Bureau of Economic Research*, 2006. DOI: <https://doi.org/10.3386/w12163>.
207. Edwards, R.W. *International Monetary Collaboration*. *Verfassung in Recht Und Übersee*. 1986. Vol. 19, No 4. P. 500–501. DOI: <https://doi.org/10.5771/0506-7286-1986-4-500>.
208. Eichengreen B. *European monetary integration with benefit of hindsight*. *MIT Press Books*. 2012. Vol. 50. No 1. P. 123–136. URL: <https://ideas.repec.org/b/mtp/titles/0262050846.html>.
209. Eichengreen B. *Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods*. The MIT Press, 2006. URL: <https://ideas.repec.org/b/mtp/titles/0262050846.html>.

- 
210. Eichengreen B., Hausmann R. Exchange Rates and Financial Fragility. Working Paper. *National Bureau of Economic Research*, November 1999. DOI: <https://doi.org/10.3386/w7418>.
211. Eichengreen B., Hausmann R., Panizza U. Currency Mismatches, Debt Intolerance and Original Sin: Why They Are Not the Same and Why it Matters. Working Paper. *National Bureau of Economic Research*, October 2003. DOI: <https://doi.org/10.3386/w10036>.
212. Eichengreen B., Irwin D. Trade blocs, currency blocs and the reorientation of world trade in the 1930s. *Journal of International Economics*. 1995. Vol. 38, No 1–2. P. 1–24.
213. Eilstrup-Sangiovanni M. Debates on European Integration: A Reader. Basingstoke England ; New York: Palgrave, 2006. 532 p.
214. Employment and Social Development in Europe 2016. European Commission. 2016. URL: <http://ec.europa.eu/social/main.jsp?catId=738&langId=en&pubId=7952&type=2&furtherPubs=yes>.
215. Engel C. Local-currency pricing and the choice of exchange-rate regime. *European Economic Review*. 2000. Vol. 44, No 8. P. 1449–1472.
216. Enoch C., Baliño T. Currency Board Arrangements; Issues and Experiences. IMF Occasional Papers. International Monetary Fund, 5 September 1997. URL: <https://ideas.repec.org/p/imf/imfocp/151.html>.
217. Epstein R. A., Johnson J. Uneven integration: Economic and monetary union in Central and Eastern Europe. *JCMS J. Common Mark. Stud.* 2010. Vol. 48, No 5. P. 1237–1260.
218. Ernst-Otto C., Rosenau J. Governance Without Government: Order and Change in World Politics. Cambridge: Cambridge University Press, 1992.
219. Ethier W. J. The new regionalism. *The Economic Journal*. 1998. Vol. 108, No 449. P. 1149–1161.

220. European Central Bank. The adoption of the euro: principles, procedures and criteria. URL: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2008/html/sp080213.en.html> (Last accessed: 10.01.2018).

221. European Commission. European Semester: Thematic factsheet – Social inclusion – 2016. URL: [https://ec.europa.eu/info/files/european-semester-thematic-factsheet-social-inclusion-2016\\_en](https://ec.europa.eu/info/files/european-semester-thematic-factsheet-social-inclusion-2016_en) (Last accessed: 08.02.2017).

222. European Commission. Report on the Euro Area: Commission Staff Working Document. URL: [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/2017-european-semester-recommendation-euro-area-staff-working-document\\_en\\_0.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/2017-european-semester-recommendation-euro-area-staff-working-document_en_0.pdf).

223. European Commission. Tackling the EU's social deficit: Press Release. Press Release', 17 June 2014. URL: [http://europa.eu/rapid/press-release\\_SPEECH-14-471\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_SPEECH-14-471_en.htm) (Last accessed: 02.05.2017).

224. European Commission. The European Pillar of Social Rights: going forward together, 23 January 2017. URL: <http://ec.europa.eu/social/main.jsp?langId=en&catId=88&eventsId=1187&furtherEvents=yes> (Last accessed: 14.02.2017).

225. European Commission. Towards a European Pillar of Social Rights, 17 February 2016. URL: [https://ec.europa.eu/commission/priorities/deeper-and-fairer-economic-and-monetary-union/towards-european-pillar-social-rights\\_en](https://ec.europa.eu/commission/priorities/deeper-and-fairer-economic-and-monetary-union/towards-european-pillar-social-rights_en) (Last accessed 14.02.2017).

226. European Parliament. Resolution: Towards a genuine Economic and Monetary Union, 20 November 2012. URL: <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+TA+P7-TA-2012-0430+0+DOC+XML+V0//EN> (Last accessed 14.02.2017).

227. Eurostat. Database, 2017. URL: <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database> (Last accessed: 17.12.2017).

228. Eurostat. Dataset. Id: enpr\_ecexint. URL: <http://ec.europa.eu/eurostat/web/european-neighbourhood-policy/enp-east/data/database>

229. Eurostat. Eurostat special extraction from the European Labour Force Survey, 2014. URL: [http://ec.europa.eu/eurostat/web/lfs/data/database?p\\_p\\_id=NavTreeportletprod\\_WAR\\_NavTreeportletprod\\_INSTANCE\\_IFjhoVbmPFHt&p\\_p\\_lifecycle=0&p\\_p\\_state=normal&p\\_p\\_mode=view&p\\_p\\_col\\_id=column-2&p\\_p\\_col\\_count=1](http://ec.europa.eu/eurostat/web/lfs/data/database?p_p_id=NavTreeportletprod_WAR_NavTreeportletprod_INSTANCE_IFjhoVbmPFHt&p_p_lifecycle=0&p_p_state=normal&p_p_mode=view&p_p_col_id=column-2&p_p_col_count=1) (Last accessed: 09.02.2017).

230. Explaining the EU deal: an «ever closer union». URL: <https://fullfact.org/europe/explaining-eu-deal-ever-closer-union/> (Last accessed: 05.12.2017).

231. Farhi E., Gourinchas P.-O., Rey H. Reforming the International Monetary System. CEPR, 2011. 76 p.

232. Featherstone K., Papadimitriou D. The limits of Europeanization: reform capacity and policy conflict in Greece. Springer, 2008.

233. Feige E. L., Šošić V., Faulend M., Šonje V. Unofficial Dollarization in Latin America: Currency Substitution, Network Externalities and Irreversibility. International Finance. *EconWPA*, 2002. URL: <https://ideas.repec.org/p/wpa/wuwpif/0205002.html>.

234. Fernandes S., Maslauskaitė K. A. Social Dimension for the EMU: Why and How? *Policy Paper, Notre Europe – Jacques Delors Institute*. 2013. No 94. URL: <http://www.notre-europe.eu/media/socialdimensionsforeumfernandesmaslauskaitene-jdissept2013.pdf?pdf=ok>.

235. Fernandez R. Returns to Regionalism: An Evaluation of Non-traditional Gains from RTAs. *CEPR Discussion Paper*, April 1997. URL: <https://econpapers.repec.org/paper/cprceprdp/1634.htm>.

236. Ferner A., Hyman R.. Changing Industrial Relations in Europe. 2 edition. Oxford, OX: Oxford University Press, 1998. 580 p.

237. Ferraro D., Rogoff K. and B. Rossi Can Oil Prices Forecast Exchange Rates? 2015. URL: <http://www.econ.upf.edu/~brossi/OilAndExchangeRates.pdf>.

238. Feuerstein S., Grimm O. On the Credibility of Currency Boards. *Review of International Economic*. 2006. Vol. 14, No 5. P. 818–835.

- 
239. Fidrmuc J., Fidrmuc J. Disintegration and Trade. *Review of International Economics*. 2003. Vol. 11, No 5. P. 811–829. DOI: <https://doi.org/10.1046/j.1467-9396.2003.00419.x>.
240. Figuière C., Guilhot L. Caractériser les processus régionaux: les apports d'une approche en termes de coordination. *Mondes En Développement*. 2006. No 3. P. 79–100.
241. Fischer S. Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct? *Journal of Economic Perspectives*. 2001. Vol. 15, No 2. P. 3–24.
242. Flam H., Nordström H. Euro Effects on the Intensive and Extensive Margins of Trade. Rochester, NY: Social Science Research Network, 2006. URL: <https://papers.ssrn.com/abstract=956274>.
243. Flandreau M. The Bank, the States, and the Market: An Austro-Hungarian Tale for Euroland, 1867-1914. Working Paper. Oesterreichische Nationalbank (Austrian Central Bank), 2001. URL: <https://ideas.repec.org/p/onb/oenbwp/43.html>.
244. Fleming J. M. Domestic Financial Policies under Fixed and under Floating Exchange Rates. *IMF Staff Papers*. 1962. Vol. 9. No 3. P. 369–380.
245. Fligstein N., Polyakova A., Sandholtz W. European integration, nationalism and European identity. *Journal of Common Market Studies*. 2012. Vol. 50, No s1. P. 106–122.
246. Forlati C. On the benefits of a monetary union: Does it pay to be bigger? *Journal of International Economics*. 2015. Vol. 97, No 2. P. 448–463.
247. Francu M. The Choice of the Exchange Rates Regime of the European Union Accession Countries Influenced by the World Currency Consolidation. *Romanian J Eur Aff*. 2004. Vol. 4. P. 29.
248. Frank E. The Surprising Resilience of the U.S. Dollar. *Review of Radical Political Economics*. 2003. Vol. 35, No 3. P. 248–254. DOI: <https://doi.org/10.1177/0486613403255535>.

249. Frankel J. A. Monetary Policy in Emerging Markets: A Survey Working Paper. *National Bureau of Economic Research*, June 2010. DOI: <https://doi.org/10.3386/w16125>.

250. Frankel J. A. No Single Currency Regime is Right for All Countries or At All Times. Working Paper. *National Bureau of Economic Research*, September 1999. DOI: <https://doi.org/10.3386/w7338>.

251. Frankel J. A., Rose A. K. The endogeneity of the optimum currency area criteria. *The Economic Journal*. 1998. Vol. 108, No 449. P. 1009–1025.

252. Frankel J. A., Stein E., Wei S.-J. Regional Trading Blocs in the World Economic System. Washington: Peterson Institute, 1997. 392 p.

253. Fratzscher M., Schneider D. and I. Van Robays. Oil Prices, Exchange Rates and Asset Prices. *European Central Bank Working Paper Series*. 2014. No 1689.

254. Friberg R., Wilander F. The currency denomination of exports -- A questionnaire study. *Journal of International Economics*. 2008. Vol. 75, No 1. P. 54–69.

255. Frieden J. Currency Politics: The Political Economy of Exchange Rate Policy. URL: <https://books.google.ru/books?id=IKWaBAAAQBAJ&printsec=frontcover&hl=ru#v=onepage&q&f=false> (Last accessed: 22.08.2015).

256. Friedman M. Essays in positive economics. Chicago: University of Chicago Press, 1953.

257. Friedman M. The Case for Flexible Exchange Rates. Essays in Positive Economics. Chicago: University of Chicago Press, 1953. P. 157–203. URL: <http://www.press.uchicago.edu/ucp/books/book/chicago/E/bo25773835.html>.

258. Friedman M. The role of monetary policy. *The American Economic Review*. 1968. Vol. 58, No 1. P. 1–17.

259. Friedman T. L. The Lexus and the Olive Tree: Understanding Globalization. Farrar, Straus and Giroux, 2000. 493 p.

260. Fritz B., Mühlich L. Regional Monetary Integration among Developing Countries: New Opportunities for Macroeconomic Stability beyond the Theory of Optimum Currency Areas? *GIGA Working Paper*. 2006. Vol. 38. URL: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=977985](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=977985).

261. Gaedicke H., Eynern G. von. Die produktionswirtschaftliche Integration Europas: Eine Untersuchung über die Aussenhandelsverflechtung der europäischen Länder. Berlin: Junker und Dunnhaupt, 1933.

262. Galyuk M. Блеск и нищета Bitcoin (а ещё про blocknet). *Geektimes*. 2017. URL <https://geektimes.ru/post/295839/> (Last accessed: 27.02.2018)

263. Gandal N. Price manipulation in the Bitcoin ecosystem. *J. Monet. Econ.* 2018.

264. Gandolfo G. International Finance and Open-Economy Macroeconomics. Springer-Verlag Berlin Heidelberg, 2016. 681 p. URL: [//www.springer.com/in/book/9783662498606](http://www.springer.com/in/book/9783662498606).

265. Gang F. Currency Asymmetry, Global Imbalance, and Rethinking Again of International Currency System. Rochester, NY: Social Science Research Network, 2006. URL: <https://papers.ssrn.com/abstract=1048201>.

266. Garcia-Escribano M. Peru: Drivers of de-dollarization. International Monetary Fund, 2010. URL: [https://books.google.com/books?hl=en&lr=&id=HTgJTj8-BGwC&oi=fnd&pg=PA3&dq=%22about+80+percent+of+deposits+\(and+credit\)+were+denominated+in%22+%22Credit+to+the+private%22+%22Includes+cashed+checks+at+the+bank,+deposited+at+the+bank,+and%22+%22&ots=Xrgr3CmcVM&sig=pCjTqPi2AtG89NjdteEkPryiLZ0](https://books.google.com/books?hl=en&lr=&id=HTgJTj8-BGwC&oi=fnd&pg=PA3&dq=%22about+80+percent+of+deposits+(and+credit)+were+denominated+in%22+%22Credit+to+the+private%22+%22Includes+cashed+checks+at+the+bank,+deposited+at+the+bank,+and%22+%22&ots=Xrgr3CmcVM&sig=pCjTqPi2AtG89NjdteEkPryiLZ0).

267. Gelos M. G., Mejía A. L., Piñón-Farah M.A. Macroeconomic Implications of Financial Dollarization: The Case of Uruguay. International Monetary Fund, 2008. 83 p.

268. Gencer A. E. Decentralization in Bitcoin and Ethereum Networks. 2018. URL: <https://ArXiv180103998> Cs.

- 
269. Ghosh A. R., Gulde A.-M., Wolf H. C. Currency Boards: The Ultimate Fix? International Monetary Fund, 1998. 28 p.
270. Ghosh A. R., Gulde A.-M., Wolf H. C. Exchange Rate Regimes: Choices and Consequences. MIT Press, 2003.
271. Ghosh A., Gulde A.-M., Wolf H.C. Currency boards: More than a quick fix? *Economic Policy*. 2000. Vol. 15. No 31. P. 269–335.
272. Giannone D., Reichlin L. Trends and cycles in the euro area: how much heterogeneity and should we worry about it? ECB working paper, 2006.
273. Giles C. Winners and losers of oil price plunge. Financial Times. December 15, 2014. URL: <http://www.ft.com/intl/cms/s/2/3f5e4914-8490-11e4-ba4f-00144feabdc0.html>;
274. Gil-Pareja S., Llorca-Vivero R., Martínez-Serrano J.A. Trade effects of monetary agreements: evidence for OECD countries. *European Economic Review*. 2008. Vol. 52. No 4. P. 733–755.
275. Girton L., Roper D.E. Theory and implications of currency substitution. Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.), 1976. URL: <https://ideas.repec.org/p/fip/fedgif/86.html>.
276. Glick R., Rose A. K. Does a currency union affect trade? The time-series evidence. *European Economic Review*. 2002. Vol. 46, No 6. P. 1125–1151.
277. Glushchenko S., Tkalenko S. Threats and benefits of exchange rate regimes for Ukraine in terms of European integration. *Baltic Journal of Economic Studies*. 2016. Vol. 2. No. 2, P. 32–39.
278. Goldberg L., Krogstrup S., Lipsky J., Rey H.. Why is financial stability essential for key currencies in the international monetary system? VoxEU.Org (blog), 26 July 2014. URL: <http://voxeu.org/article/new-thinking-reserve-currency-status>.
279. Goldberg L., Tille C. A bargaining theory of trade invoicing and pricing. Working Paper. Kiel Institute for the World Economy (IfW), 2013. URL: <https://ideas.repec.org/p/zbw/ifwkwp/1839.html>.



- 
280. Goldberg L., Tille C. Vehicle currency use in international trade. *Journal of International Economics*. 2008. Vol. 76, No 2. P. 177–192.
281. Goliaš P. Slovakia in eurozone. *INEKO*, July 2015. URL: <http://Slovakia%20in%20Eurozone.pdf>.
282. Gopinath G., Itskhoki O., Rigobon R. Currency Choice and Exchange Rate Pass-through. NBER Working Paper. *National Bureau of Economic Research, Inc*, 2007. URL: <https://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/13432.html>.
283. Gourinchas P.-O., Rey H. From World Banker to World Venture Capitalist: US External Adjustment and the Exorbitant Privilege. Working Paper. *National Bureau of Economic Research*, August 2005. DOI: <https://doi.org/10.3386/w11563>.
284. Greskovits B. The First shall be the Last? Hungary's Road to EMU. *Enlarg. Euro Area Extern. Empower. Domest. Transform. East Cent. Eur.* 2006. P. 178–96.
285. Grubel H. The Economics of Monetary Unions: Traditional and New. *Research in Global Strategic Management* / Ed. by Rugman A. M. Bingley: Emerald (MCB UP), 2006. P.55-75.
286. Hallerberg M. Veto players and the choice of monetary institutions. *Int. Organ.* 2002. Vol. 56, No 4. P. 775–802.
287. Hanke S. H. Bulgaria's Currency Board versus Ukraine's Chaos. URL: <https://www.cato.org/blog/bulgarias-currency-board-versus-ukraines-chaos> (Last accessed: 25.12.2017).
288. Hanke S. H., Schuler K. Currency Boards for Developing Countries: A Handbook. San Francisco, Calif: Ics Pr, 2015. 120 p.
289. Hartmann P. Currency Competition and Foreign Exchange Markets: The Dollar, the Yen and the Euro. Cambridge University Press, 1998. 212 p.
290. Hartmann P. Do Reuters spreads reflect currencies' differences in global trading activity? *Journal of International Money and Finance*. 1998. Vol. 17, No 5. P. 757–784. DOI: [https://doi.org/10.1016/S0261-5606\(98\)00024-2](https://doi.org/10.1016/S0261-5606(98)00024-2).

- 
291. Hausmann R., Panizza U. On the determinants of Original Sin: an empirical investigation. *Journal of International Money and Finance, Regional and International Implications of the Financial Instability in Latin America*. 2003. Vol. 22, No 7. P. 957–990. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2003.09.006>.
292. Heakal R. The Currency Board: Understanding The Government's Bank. *Investopedia*. URL: <http://www.investopedia.com/articles/03/051503.asp> (Last accessed: 07.07.2017).
293. Heckscher E. F. *Mercantilism* (translated from the Swedish by Mendel Shapiro). Rev. ed., 1955. London: Allen & Unwin, 1935.
294. Helleiner E. Political determinants of international currencies: What future for the US dollar? *Review of International Political Economy*. 2008. Vol. 15, No 3. P. 354–378. DOI: <https://doi.org/10.1080/09692290801928731>.
295. Helleiner E., Kirshner J. *The Future of the Dollar*. Cornell University Press, 2012.
296. Henri R. Une lecture comparative des accords d'association euro-méditerranéens et de l'Accord Nord-Américain de Libre-échange (ALENA). *Intégration euroméditerranéenne et stratégie économiques*. / Ed. R. Henri. Paris: L'Harmattan, 2003.
297. Hettne B. The New Regionalism Revisited. *Theories of New Regionalism: A Palgrave Reader International Political Economy Series* / Ed. F. Söderbaum and T. M. Shaw. Basingstoke: Palgrave Macmillan UK, 2003. URL: <http://gen.lib.rus.ec/book/index.php?md5=379a5f1daa1917187f15bd2601445b9b>.
298. Hieronymi O. *The New Economic Nationalism*. Berlin: Springer, 1980. 231 p.
299. Hoekman B., Winters L.A. Multilateralizing 'Deep Regional Integration': A Developing Country Perspective. *Joint World Trade Organization and Centre for Economic Policy Research Conference on Multilateralising Regionalism*, Geneva, 2007. P. 10–12.

300. Hong Kong Monetary Authority. Monetary operations under the Currency Board system: the experience of Hong Kong. Bank for International Settlements, 2013. URL: <https://econpapers.repec.org/bookchap/bisbisbpc/73-10.htm>.

301. Honig A. Dollarization, exchange rate regimes and government quality. *Journal of International Money and Finance*. 2009. Vol. 28, No 2. P. 198–214. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2008.11.004>.

302. Horn H., Mavroidis P.C., Sapir A. Beyond the WTO? An anatomy of EU and US preferential trade agreements. *Bruegel blueprint series*. Vol. VII. 2009.

303. Horvath R., Komarek L. Optimum Currency Area Theory: A Framework for Discussion about Monetary Integration. *Warwick Economic Research Papers*, 2002. URL: <https://warwick.ac.uk/fac/soc/economics/research/workingpapers/2008/twerp647.pdf>

304. Howitt P. Beyond Search: Fiat Money in Organized Exchange. *International Economic Review*. 2005. Vol. 46, No 2. P. 405–429.

305. Hurrell A. Regionalism in Theoretical Perspective. *Regionalism in World Politics: Regional Organization and International Order* / Ed. L. Fawcett and A. Hurrell. Clarendon Press, 1995.

306. Iceland Review. Unilateral Adoption of Euro Not Favored by EU. URL: <http://icelandreview.com/news/2009/01/07/unilateral-adoption-euro-not-favored-eu> (Last accessed: 10.01.2018).

307. Imam P.A. Exchange Rate Choices of Microstates. *IMF Working Paper*. 2010. Vol. 12. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Exchange-Rate-Choices-of-Microstates-23527>.

308. Imbs J., Mumtaz H., Ravn M., Rey H. PPP Strikes Back: Aggregation And the Real Exchange Rate. *The Quarterly Journal of Economics*. 2005. Vol. 120, No 1. P. 1–43.

309. Ingram J. C. The Case for European Monetary Integration. *Essays in International Finance*, No. 98. International Finance Section, Department of

---

Economics, Princeton University, 1973. URL: <https://books.google.com.ua/books?id=a8VIAAAAYAAJ>.

310. Ingram J. Regional Payments Mechanisms: The Case of Puerto Rico. University of North Carolina Press, 1962.

311. International Bonds. *Investopedia*, 17 April 2008. URL: <http://www.investopedia.com/exam-guide/cfa-level-1/fixed-income-investments/international-bonds.asp>// Investopedia. 2008 (Last accessed: 10.01.2018).

312. International Monetary Fund. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions. Washington, 2016. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/Annual-Report-on-Exchange-Arrangements-and-Exchange-Restrictions/Issues/2017/01/25/Annual-Report-on-Exchange-Arrangements-and-Exchange-Restrictions-2016-43741>.

313. International Monetary Fund. Data - Exchange Rates incl. Effective Ex. Rates. URL: <http://data.imf.org/regular.aspx?key=61545862> (Last accessed: 24.12.2017).

314. International Monetary Fund. Inflation Targeting and the IMF. Washington, DC, 2006. URL: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2006/031606.pdf>.

315. International Monetary Fund. Policy Instruments to Lean Against the Wind in Latin America. International Monetary Fund, 2011. 235 p.

316. International Monetary Fund. Special Drawing Right (SDR). URL: <http://www.imf.org/en/About/Factsheets/Sheets/2016/08/01/14/51/Special-Drawing-Right-SDR> (Last accessed: 19.02.2018).

317. International Monetary Fund. World Economic Outlook Database 2017. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2017/01/weodata/index.aspx> (Last accessed: 12.09.2017).

318. Isarescu M. Unconventional monetary policies and financial stability: implications for banks and financial markets. CIGI – Oliver Wyman. Rome, 2015

319. Issing O. The crisis of European Monetary Union—Lessons to be drawn. *Journal of Policy Modeling*. 2011. Vol. 33. No 5. P. 737–749.
320. Iversen T., Soskice D., Hope D. The Eurozone and political economic institutions. *Annual Review of Political Science*. 2016. Vol. 19. P. 163–185.
321. Ize A., Levy-Yeyati E. L. Financial Dollarization. Rochester, NY: Social Science Research Network, 2004. URL: <https://papers.ssrn.com/abstract=539642>.
322. Ize A., Yeyati E.L. Financial De-dollarization: Is It for Real? *Financial Dollarization Procyclicity of Financial Systems in Asia* / Ed. A. Armas, Al. Ize, E. L. Yeyati. Basingstoke: Palgrave Macmillan, 2006. P. 38–63. DOI: [https://doi.org/10.1057/9780230380257\\_3](https://doi.org/10.1057/9780230380257_3).
323. Jacquet P., Pisani-Ferry J., Tubiana L. *Gouvernance Mondiale*. La Documentation française Paris, 2002. Vol. 37. URL: <http://www.ladocumentationfrancaise.fr/rapports-publics/024000230/index.shtml>.
324. Jadresic E., Masson P., Mauro P. Exchange Rate Regimes of Developing Countries: Global Context and Individual Choices. *Journal of the Japanese and International Economies*. 2001. Vol. 15, No 1. P. 68–101. DOI: <https://doi.org/10.1006/jjie.2000.0463>.
325. Jauer J., Liebig T., Martin J. P., Puhani P. Migration as an Adjustment Mechanism in the Crisis? A Comparison of Europe and the United States. *OECD Social, Employment and Migration Working Papers*. Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development, 9 January 2014. URL: <http://www.oecd-ilibrary.org/content/workingpaper/5jzb8p51gvhl-en>.
326. Jeanne O. Debt Maturity and the International Financial Architecture. *American Economic Review*. 2009. Vol. 99, No 5. P. 2135–2148. DOI: <https://doi.org/10.1257/aer.99.5.2135>.
327. Johnson H.G. The “Problems” Approach to International Monetary Reform. *Monetary Problems of the International Economy* / R. A. Mundell, A. K. Swoboda. Chicago: Chicago University Press, 1969. P. 393–9.

328. Johnson J. Two-track diffusion and central bank embeddedness: the politics of Euro adoption in Hungary and the Czech Republic. *Review of International Political Economy*. 2006. Vol. 13, No 3. P. 361–386.

329. Jones E., Underhill G. Theory of Optimum Financial Areas: Retooling the Debate on the Governance of Global Finance. SSRN Scholarly Paper. Rochester, NY: *Social Science Research Network*, 24 November 2014. URL: <https://papers.ssrn.com/abstract=2531856>.

330. Jonung L., Drea E. The euro: It can't happen, It's a bad idea, It won't last. US economists on the EMU, 1989-2002. European Economy - Economic Papers 2008 - 2015. Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN), *European Commission*, December 2009. URL: <https://ideas.repec.org/p/euf/ecopap/0395.html>.

331. Kalemli-Ozcan S., Papaioannou E., Peydró J.-L. What Lies Beneath the Euro's Effect on Financial Integration: Currency Risk, Legal Harmonization, or Trade? Working Paper. *National Bureau of Economic Research*, June 2009. DOI: <https://doi.org/10.3386/w15034>.

332. Kandilov I. T., Renkow M. Infrastructure investment and rural economic development: An evaluation of USDA's broadband loan program. *Growth Change*. 2010. Vol. 41. No 2. P. 165–191.

333. Kang, Y.-D. Development of Regionalism: New Criteria and Typology. *Journal of Economic Integration*. 2016. P. 234–274.

334. Katada S. N. Japan and Asian monetary regionalisation: cultivating a new regional leadership after the Asian financial crisis. *Geopolitics*. 2002. Vol. 7, No 1. P. 85–112.

335. Kawai M., Wignaraja G. The Asian 'noodle bowl': Is it serious for business. *ADB working paper series*, No. 136, 2009. URL: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/53759/1/604641338.pdf>.

336. Keating M. The New Regionalism in Western Europe: Territorial Restructuring and Political Change. E. Elgar Cheltenham, UK, 1998.

337. Kébabdjian G. Europe et globalisation. Paris: Editions L'Harmattan, 2006. 224 p.

338. Keefer P., Stasavage D. Checks and Balances, Private Information, and the Credibility of Monetary Commitments. *International Organization*. 2002. Vol. 56, No 4. P. 751–774. DOI: <https://doi.org/10.1162/002081802760403766>.

339. Kenen P. B. The role of the dollar as an international currency. Group of Thirty, 1983. 44 p.

340. Kenen P. Currency internationalisation: an overview. BIS Papers chapters. *Bank for International Settlements*, 2011. URL: <http://econpapers.repec.org/bookchap/bisbisbpc/61-04.htm>.

341. Kenen P. The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View. *Monetary Problems of the International Economy*. Chicago [u.a.]: University of Chicago Press, 1969. P. 41-60.

342. Kenen P., Meade E. Regional Monetary Integration. Cambridge: Cambridge University Press, 2008. URL: <http://econpapers.repec.org/bookchap/cupcbooks/9780521862509.htm>.

343. Keynes J. M. A tract on monetary reform. London: Macmillan and Co., Limited, 1923.

344. Kim K.-S. Infrastructure Planning And Financing In Korea Insight to Economic Development, 2013. URL: <https://www.kdevelopedia.org/resource/view/04201312110129489.do#.WqEg7ejFLIU>

345. Kindleberger C. P. The Politics of International Money and World Language. Princeton: International Finance Section, Department of Economics, Princeton University, 1967. 26 p.

346. Kirshner J. Currency and Coercion: The Political Economy of International Monetary Power. New Ed edition. Princeton, N.J.: Princeton University Press, 1997. 304 p.

347. Kirshner J. Monetary Orders: Ambiguous Economics, Ubiquitous Politics. Cornell University Press. ISBN 0-8014-8840-0, 2002.

348. Klučka J., Strelcová S., Leláková E. Implementation of euro in Slovakia. *Mechanics. Transport. Communications*. 2009. No 2. URL: <http://www.mtc-aj.com/library/353.pdf>.
349. Köhler H. New Challenges for Exchange Rate Policy, Remarks by the Managing Director of the International Monetary Fund at the Asia- Europe (ASEM) Meeting of Finance Ministers. URL: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/sp011301> (Last accessed: 30.07.2017).
350. Kokenyne A., Ley J., Veyrune R. Dedollarization. *IMF Working Paper*. 2010. Vol. 10. No. 188. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1662261](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1662261).
351. Koning J. Fedcoin: A central bank-issued Cryptocurrency. R3 Rep. 2016. Vol. 15.
352. Koren M., Tenreyro S. Volatility and Development. *The Quarterly Journal of Economics*. 2007. Vol. 122, No 1. P. 243–287.
353. Krueger A. O. Free trade agreements as protectionist devices: Rules of origin. National Bureau of Economic Research, 1993.
354. Krugman P. Oil Shocks and Exchange Rate Dynamics. *Exchange Rates and International Macroeconomics* / Ed. J.A. Frenkel. Chicago: University of Chicago Press, 1983.
355. Krugman P. Revenge of the Optimum Currency Area. *NBER Macroeconomics Annual*. 2013. Vol. 27. No 1. P. 439–448. DOI: <https://doi.org/10.1086/669188>.
356. Krugman P. The International Role of the Dollar: Theory and Prospect. NBER Chapters. *National Bureau of Economic Research*, Inc, 1984. URL: <http://econpapers.repec.org/bookchap/nbrnberch/6838.htm>.
357. Krugman P. Vehicle Currencies and the Structure of International Exchange. *Journal of Money, Credit and Banking*. 1980. Vol. 12. No 3. P. 513–526. DOI: <https://doi.org/10.2307/1991725>.



358. Kuryliak V., Lishchynskyy I., Lyzun M., Komar N. Benchmarking of local production systems in Eastern Europe and Ukraine. *Management & Gouvernance*. 2017. №17. С. 15–29.

359. Kwan Y. K., Lui F.T. Hong Kong's Currency Board and Changing Monetary Regimes. Working Paper. *National Bureau of Economic Research*, August 1996. DOI: <https://doi.org/10.3386/w5723>.

360. Lai E. L.-C., Yu X. Invoicing Currency in International Trade: An Empirical Investigation and Some Implications for the Renminbi. *The World Economy*. 2015. Vol. 38, No 1. P. 193–229. DOI: <https://doi.org/10.1111/twec.12211>.

361. Lane P. R. The Real Effects of European Monetary Union. *Journal of Economic Perspectives*. 2006. Vol. 20. No 4. P. 47–66. DOI: <https://doi.org/10.1257/jep.20.4.47>.

362. Lane P. R., Honohan P. Will the Euro trigger more monetary unions in Africa? *The World Bank*, 31 July 2000. URL: <http://documents.worldbank.org/curated/en/738021468770967407/Will-the-Euro-trigger-more-monetary-unions-in-Africa>.

363. Lane P. R., McQuade P. Domestic Credit Growth and International Capital Flows. The Institute for International Integration Studies Discussion Paper Series. *IIS*, 2013. URL: <https://ideas.repec.org/p/iis/disap/iiisd428.html>.

364. Langenhove L. van. Theorising Regionhood. *United Nations University Comparative Regional Integration Studies*, 2003. 37 p.

365. Lättemäe R. Monetary Transmission Mechanism in Estonia-Some Theoretical Considerations and Stylized Aspects. *Eesti Pank*, 2001.

366. Lawrence R. Z. Regionalism, multilateralism, and deeper integration. Washington: Brookings Institution Press, 2000.

367. Lee S. The evolutionary dynamics of institutional balancing in East Asia. *EAI*. 2012. No 21. P. 1–32.

368. Lerner A. R. Discussion of International monetary policy and the search for economic. *American Economic Review: Papers and Proceedings*. 1947. Vol 37. P. 592–594.
369. Levy-Yeyati E. Financial Dedollarization: A Carrot and Stick Approach. *Business School Working Paper*. Universidad Torcuato Di Tella, 2003. URL: <https://ideas.repec.org/p/udt/wpbsdt/nueve.html>.
370. Levy-Yeyati E. Financial Dollarisation: Evaluating The Consequences. *Business School Working Paper*. Universidad Torcuato Di Tella, 2005. URL: <https://ideas.repec.org/p/udt/wpbsdt/findollarisation.html>.
371. Levy-Yeyati E. Liquidity Insurance in a Financially Dollarized Economy. NBER Working Paper. *National Bureau of Economic Research, Inc*, 2006. URL: <https://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/12345.html>.
372. Levy-Yeyati E., Sturzenegger F. (The Effect of) Monetary and Exchange Rate Policies (on Development). *Business School Working Papers*. Universidad Torcuato Di Tella, 2009. URL: <https://ideas.repec.org/p/udt/wpbsdt/2009-03.html>.
373. Levy-Yeyati E., Sturzenegger F. Classifying exchange rate regimes: Deeds vs. Words. *European Economic Review*. 2005. Vol. 49, No 6. P. 1603–1635. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.euroecorev.2004.01.001>.
374. Levy-Yeyati E., Sturzenegger F. Exchange Rate Regimes and Economic Performance. *SSRN Scholarly Paper*. Rochester, NY: Social Science Research Network, 1 February 2001. URL: <https://papers.ssrn.com/abstract=263826>.
375. Li Y., Matsui A. A Theory of International Currency and Seigniorage Competition. September 2005. URL: <http://repository.dl.itc.u-tokyo.ac.jp/dspace/handle/2261/2638>.
376. Liao J., Chen X., Li S. The exploration of the path of super-sovereign currency. *Proceedings of the 2017 International Conference on Management Engineering, Software Engineering and Service Sciences*. ACM, 2017. P. 311–315.

377. Lim M. E.-G. The Euro's Challenge to the Dollar: Different Views From Economists and Evidence From Cofer (Currency Composition of Foreign Exchange Reserves) and Other Data. International Monetary Fund, 2006. 41 p.

378. Lin C. L., Rajan R.S. The Economics and Politics of Monetary Regionalism in Asia. *ASEAN Economic Bulletin*. 2001. Vol. 18. No 1. P. 103–118.

379. Lin S., Ye H. Does Inflation Targeting Help Reduce Financial Dollarization? *Journal of Money, Credit and Banking*. 2013. Vol. 45. No 7. P. 1253–1274. DOI: <https://doi.org/10.1111/jmcb.12051>.

380. Lipschitz L., Lane T., Mourmouras A. Real convergence, capital flows, and monetary policy: notes on the European transition countries. *Euro Adopt. Cent. East. Eur. Oppor. Chall*. 2005. Vol. 25, No 18.5. P. 130.

381. Löhr I., Wenzlhuemer R. The Nation State and Beyond: Governing Globalization Processes in the Nineteenth and Early Twentieth Centuries. Berlin: Springer Science & Business Media, 2012. 262 p.

382. Lucas R.E. Econometric policy evaluation: A critique. Carnegie-Rochester conference series on public policy. Rochester: Elsevier, 1976. P. 19–46.

383. Machlup F. A History of Thought on Economic Integration. 1st ed. Basingstoke: Palgrave Macmillan UK, 1977. 323 p. URL: <http://gen.lib.rus.ec/book/index.php?md5=3479455eaf7d6539a289c33b5705cd0c>.

384. Maggiori M. Financial Intermediation, International Risk Sharing, and Reserve Currencies. Society for Economic Dynamics, 2012. URL: <https://ideas.repec.org/p/red/sed012/146.html>.

385. Majone G. Policy Harmonization: Limits and Alternatives. *Journal of Comparative Policy Analysis: Research and Practice*. 2014. Vol. 16. No 1. P. 4–21. DOI: <https://doi.org/10.1080/13876988.2013.873191>.

386. Malamud A., Schmitter P. The Experience of European Integration and the Potential for Integration in South America. *Working Papers, Institut Barcelona d'Etudis Internationals IBEI*. 2007. Vol. 6.

387. Malová D., Haughton T. Making institutions in Central and Eastern Europe, and the impact of Europe. *West European Politics*. 2002. Vol. 25. No 2. P. 101–120.
388. Martin P., Rey H. Financial Super-Markets: Size Matters for Asset Trade. Université Paris1 Panthéon-Sorbonne (Post-Print and Working Papers). HAL, 2004. URL: <http://econpapers.repec.org/paper/halcesptp/halshs-00176904.htm>.
389. Masson P. R. Monetary and Exchange Rate Policy of Transition Economies of Central and Eastern Europe after the Launch of EMU. International Monetary Fund, 1999. 28 p.
390. Masson P. R., Pattillo C. The Monetary Geography of Africa. Brookings Institution Press, 2004. 248 p.
391. Matsuyama K., Kiyotaki N., Matsui A. Toward a Theory of International Currency. *The Review of Economic Studies*. 1993. Vol. 60, No 2. P. 283–307. DOI: <https://doi.org/10.2307/2298058>.
392. McCauley R. N. Internationalising a Currency: The Case of the Australian Dollar. *SSRN Scholarly Paper*. Rochester, NY: Social Science Research Network, 1 December 2006. URL: <https://papers.ssrn.com/abstract=1632352>.
393. McCauley R. N., McGuire P.M. Dollar appreciation in 2008 : safe haven, carry trades, dollar shortage and overhedging. *BIS Quarterly Review : International Banking and Financial Market Developments*, Basel: BIS, 2009, p. 85-93. URL: [www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt0912i.pdf](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0912i.pdf).
394. McKinnon R. I. Exchange Rates under the East Asian Dollar Standard: Living with Conflicted Virtue. The MIT Press, 2006. 288 p.
395. McKinnon R. I. Optimum Currency Areas. *The American Economic Review*, 1963. Vol. 53, No. 4. P. 717–25.
396. McKinnon R. I. The World Dollar Standard and Globalization: New Rules for the Game? Stanford Center for International Development, 2003. URL: <http://scid.stanford.edu/publications/world-dollar-standard-and-globalization-new-rules-game>.

397. Meade J. E. *The Balance of Payments: The Theory of International Economic Policy*, Vol. 1. London: Oxford University Press, 1951.

398. Meakin L. *Currency Wars*. *Bloomberg QuickTake*. March 16, 2017. URL: <https://www.bloomberg.com/quicktake/currency-wars>.

399. Mecagni M., Corrales J. S., Dridi J., Garda-Verdu R., Imam P., Matz J., Macario C., et al. *Dollarization in Sub-Saharan Africa: experience and lessons*. Washington, DC, U.S.A: International Monetary Fund, 2015. 70 p.

400. Mendoza E. G., Terrones M. E. *An Anatomy of Credit Booms and their Demise*. Working Paper. *National Bureau of Economic Research*, September 2012. DOI: <https://doi.org/10.3386/w18379>.

401. Metzger M. *New Issues in Regional Monetary Coordination: Understanding North-South and South-South Arrangements*. Springer, 2005. 248 p.

402. Micco A., Stein E., Ordoñez G.L. *The Currency Union Effect on Trade: Early Evidence from EMU*. Research Department Publications. *Inter-American Development Bank*, Research Department, July 2003. URL: <https://econpapers.repec.org/paper/idbwpaper/4339.htm>.

403. Miles M.A. *Currency Substitution, Flexible Exchange Rates, and Monetary Independence*. *American Economic Review*. 1978. Vol. 68, No 3. p. 428–436.

404. *Money: A History* / ed. Eagleton C. et all. Firefly Books, 2007. 272 p.

405. Mongelli F. «New» views on the optimum currency area theory: what is EMU telling us? Working Paper Series. *European Central Bank*, April 2002. URL: <https://econpapers.repec.org/paper/ecbebwps/20020138.htm>.

406. Mongelli F. P. *European Economic and Monetary Integration, and the Optimum Currency Area Theory*. *European Economy. Economic Papers*. 2008. No. 302. URL: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/pages/publication12081\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication12081_en.pdf).

407. Mugano G. *Cost benefit analysis of dollarization*. *The Herald Online*, 6 February 2016. URL: <http://www.herald.co.zw/cost-benefit-analysis-of-dollarisation/>.

408. Mühlich L. Advancing Regional Monetary Cooperation: The Case of Fragile Financial Markets. Berlin: Springer, 2014. 318 p.

409. Mundell R. A Plan for a European Currency. *The Economics of Common Currencies* / Ed. H. G. Johnson and A. K. Swoboda. Crows Nest, Australia: Allen and Unwin, 1973. P. 143–173.

410. Mundell R. A Theory of Optimum Currency Areas. *The American Economic Review*. 1961. Vol. 51, No. 4. P. 657–665.

411. Mundell R. A. The European Monetary System 50 Years after Bretton Woods: A Comparison Between Two Systems. Siena, 25 November 1994. URL: <http://www.columbia.edu/~ram15/ABrettwds.htm>

412. Mundell R. A. Uncommon arguments for common currencies. *The Economics of Common Currencies* / Ed. H. G. Johnson and A. K. Swoboda. Crows Nest, Australia: Allen and Unwin, 1973.

413. Mundell R. A. Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates. *The Canadian Journal of Economics and Political Science*. 1963. Vol. 29, No. 4. P. 475–485. DOI: <https://doi.org/10.2307/139336>.

414. Mwase N., Kumah F.Y. Revisiting the Concept of Dollarization: The Global Financial Crisis and Dollarization in Low-Income Countries. International Monetary Fund, 2015. 32 p.

415. Nakamoto S. Bitcoin: A peer-to-peer electronic cash system, 2008. URL: <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>.

416. Naqvi M., Southgate J. Banknotes, Local Currencies and Central Bank Objectives. *SSRN Scholarly Paper*. Rochester, NY: Social Science Research Network, 20 December 2013. URL: <https://papers.ssrn.com/abstract=2379352>.

417. Nickel C., Checherita-Westphal C., Rother P. The role of fiscal transfers for regional economic convergence in Europe. Working Paper Series. *European Central Bank*, March 2009. URL: <https://ideas.repec.org/p/ecb/ecbwps/20091029.html>.

418. Nicoló G. D., Bartholomew P., Zaman J., Zephirin M.. Bank Consolidation, Internationalization, and Conglomeration: Trends and Implications for Financial Risk. *Financial Markets, Institutions & Instruments*. 2004. Vol. 13, No 4. P. 173–217. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.0963-8008.2004.00076.x>.

419. Nitsch V. Have a Break, Have a ... National Currency: When Do Monetary Unions Fall Apart? *SSRN Scholarly Paper*. Rochester, NY: Social Science Research Network, 1 January 2004. URL: <https://papers.ssrn.com/abstract=496002>.

420. Nye J. S. Peace in Parts: Integration and Conflict in Regional Organization. Little, Brown, 1971. 234 p.

421. Observatoire Social Européen. Economic and Monetary Union, Employment, Social Conditions and Social Benefits: A Literature Survey, 2000. <http://www.eurofound.europa.eu/publications/report/2000/economic-and-monetary-union-employment-> URL: [social-conditions-and-social-benefits-a-literature-survey](http://www.eurofound.europa.eu/publications/report/2000/economic-and-monetary-union-employment-).

422. Obstfeld M. Finance at Center Stage: Some Lessons of the Euro Crisis. *SSRN Scholarly Paper*. Rochester, NY: Social Science Research Network, 2013. URL: <https://papers.ssrn.com/abstract=2247275>.

423. Obstfeld M., Taylor A.M. The Great Depression as a Watershed: International Capital Mobility over the Long Run. Working Paper. *National Bureau of Economic Research*, March 1997. DOI: <https://doi.org/10.3386/w5960>.

424. Oesterreichische Nationalbank web-site. History of the Austro-Hungarian Bank (1878-1922), 2015. URL: <https://www.oenb.at/en/About-Us/History/1878-1922.html> (Last accessed: 19.02.2017).

425. Oil and Gas Reality Check 2015. A look at the top issues facing the oil and gas sector. URL: <http://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/Energy-and-Resources/gx-er-oil-and-gas-reality-check-2015.pdf>

426. Oil Market Report. International Energy Agency, August 2015. URL: <https://www.iea.org/media/omrreports/fullissues/2015-08-12.pdf>.

427. OPEC Monthly Oil Market Report, February 9, 2015. URL: [http://www.opec.org/opec\\_web/static\\_files\\_project/media/downloads/publications/MOMR\\_February\\_2015.pdf](http://www.opec.org/opec_web/static_files_project/media/downloads/publications/MOMR_February_2015.pdf).

428. Ortiz G. Dollarization in Mexico: Causes and Consequences. *NBER*. 1 January 1983. P. 71–106.

429. Ostry J. D., Ghosh A.R., Korinek A. Multilateral Aspects of Managing the Capital Account. *International monetary fund*, 2012. 57 p. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/Staff-Discussion-Notes/Issues/2016/12/31/Multilateral-Aspects-of-Managing-the-Capital-Account-26239>.

430. Otero-Iglesias M. The Euro, The Dollar and the Global Financial Crisis: Currency challenges seen from emerging markets. London: Routledge, 2014. 262 p.

431. Owen J. R. Currency devaluation and emerging economy export demand. Ashgate Publishing, 2005.

432. Panagariya A. The regionalism debate: an overview. *The World Economy*. 1999. Vol. 22, No 4. P. 455–476.

433. Papaioannou E., Portes R. Costs and benefits of running an international currency. European Economy Economic Papers. Brussels: Office for Infrastructures and Logistics, 2008. 93 p.

434. Papaioannou E., Portes R., Siourounis G. Optimal Currency Shares in International Reserves: The Impact of the Euro and the Prospects for the Dollar. Working Paper. *National Bureau of Economic Research*, June 2006. DOI: <https://doi.org/10.3386/w12333>.

435. Party of European Socialists. Towards a Social Union: Declaration of the PES Ministers for Social Affairs and Employment. Brussels, 27 February 2013.

436. Paternoster D., Zoppe A. Overview of EMU. In-Depth Analysis. *European Parliament*. Policy Department Economic and Scientific Policy, June 2016. [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2016/578970/IPOL\\_IDA\(2016\)578970\\_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2016/578970/IPOL_IDA(2016)578970_EN.pdf).



437. Pautola N. Currency boards in Central and Eastern Europe: past experience and future perspectives. Focus on Transition. Vienna: ÖNB. 1998, P. 72-113.

438. Pechova A. Legitimising discourses in the framework of European integration: The politics of Euro adoption in the Czech Republic and Slovakia. *Review of International Political Economy*. 2012. Vol. 19, No 5. P. 779–807.

439. Peel Q. Merkel warns on cost of welfare. *Financial Times*, 16 December 2012. URL: <https://www.ft.com/content/8cc0f584-45fa-11e2-b7ba-00144feabdc0>.

440. Perassi C. Online numismatic exhibit: «The charm of gold in ancient coinage», 2017. URL: [http://monetaoro.unicatt.it/default\\_e.asp](http://monetaoro.unicatt.it/default_e.asp) (Last accessed: 16.02.2017).

441. Persson T. Currency unions and trade: how large is the treatment effect? *Economic Policy*. 2001. Vol. 16. No 33. P. 433–462.

442. Peters T. European Monetary Union and Labour Markets: What to Expect. *International Labour Review*. 1995. Vol. 134. No 3. P. 315.

443. Phelps E. S. Phillips Curves, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment over Time. *Economica*. 1967. Vol. 34. No 135. P. 254–281. DOI: <https://doi.org/10.2307/2552025>.

444. Phillips A. W. The relation between unemployment and the rate of change of money wage rates in the United Kingdom, 1861–1957. *Economica*. 1958. Vol. 25. No 100. P. 283–299.

445. Phillips S., Catão L., Ricci L., Bems R., and et al. External Balance Assessment (EBA) Methodology. *IMF Working Papers* 2013. No. p 68. DOI: <http://dx.doi.org/10.5089/9781484346686.001>.

446. Pisani-Ferry J. The Euro Crisis and the New Impossible Trinity. Bruegel Policy Contribution, 2012.

447. Pittaluga G., Seghezza E. Euro vs Dollar: An Improbable Threat. *Open Economies Review*. 2012. Vol. 23. No 1. P. 89–108.

448. Pochet. P. Economic and monetary union, employment, social conditions and social benefits: a literature survey. Publications Office of the EU, 2000.
449. Ponsot J.-F. European Experiences of Currency Boards: Estonia, Lithuania, Bulgaria and Bosnia and Herzegovina. Chapters. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2006. URL: [https://ideas.repec.org/h/elg/eechap/3483\\_2.html](https://ideas.repec.org/h/elg/eechap/3483_2.html).
450. Portes R., Rey H. The Emergence of the Euro as an International Currency. Working Paper. *National Bureau of Economic Research*, February 1998. DOI: <https://doi.org/10.3386/w6424>.
451. Prasad E. S., Bayoumi T. Currency Unions, Economic Fluctuations, and Adjustment; Some New Empirical Evidence. International Monetary Fund. No. 96/81, 1996.
452. Radaelli C. M. Measuring policy learning: regulatory impact assessment in Europe. *Journal of European Public Policy*. 2009. Vol. 16. No 8. P. 1145–1164.
453. Radkov R. V., Zahariev A. The Currency Board in Bulgaria: Theoretical Reflections and Empirical Results. *SSRN Scholarly Paper*. Rochester, NY: Social Science Research Network, 26 August 2016. URL: <https://papers.ssrn.com/abstract=2830417>.
454. Radulescu M. Adopting euro in the new member states of the European union. *Annals of Constantin Brancusi University of Targu-Jiu. Economy Series*. 2016. No 4.
455. Raskin M., Yermack D. Digital currencies, decentralized ledgers, and the future of central banking. *National Bureau of Economic Research*, 2016. URL: <https://www.ccilindia.com/Documents/Rakshitra/2016/May/Article%20Summary.pdf>.
456. Reinhart C. M., Kirkegaard J.F., Sbrancia M.B. Financial Repression Redux. *SSRN Scholarly Paper*. Rochester, NY: Social Science Research Network, 1 June 2011. URL: <https://papers.ssrn.com/abstract=1864806>.

457. Reinhart C. M., Rogoff K.S., Savastano M.A. Addicted to Dollars. Working Paper. *National Bureau of Economic Research*, October 2003. DOI: <https://doi.org/10.3386/w10015>.

458. Rennhack R., Nozaki M. Financial Dollarization in Latin America. *Financial Dollarization Procyclicalitry of Financial Systems in Asia* / Ed. A. Armas, A. Ize, E.L. Yeyati. London: Palgrave Macmillan UK, 2006. P. 64–96. DOI: [https://doi.org/10.1057/9780230380257\\_4](https://doi.org/10.1057/9780230380257_4).

459. Rey H. International Trade and Currency Exchange. *The Review of Economic Studies*. 2001. Vol. 68, No 2. P. 443–464.

460. Rickards J. Currency Wars. New York: Portfolio Penguin, 2011.

461. Rickards J. Currency wars: The making of the next global crisis. New York: Portfolio Penguin, 2012.

462. Rivera-Batiz L. A., Sy A.N.R. Currency Boards, Credibility, and Macroeconomic Behavior. *Annals of Economics and Finance*. 2013. Vol. 14, No 2. P. 831–870.

463. Rodrik D. How Far will International Economic Integration Go? *The Journal of Economic Perspectives*. 2000. Vol. 14, No. 1. P. 177–186.

464. Romer D. Openness and Inflation: Theory and Evidence. *The Quarterly Journal of Economics*. 1993. Vol. 108, No 4. P. 869–903. DOI: <https://doi.org/10.2307/2118453>.

465. Rose A. Currency unions and trade: the effect is large. *Economic Policy*. 2001. Vol. 16, No 33. P. 449–461.

466. Rose A. K. Common Currency Areas in Practice. *In Bank of Canada Conference*. Ottawa, 2000. URL: <http://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2010/08/rose.pdf>.

467. Rose A. K. One Money, One Market: Estimating the Effect of Common Currencies on Trade. Working Paper. *National Bureau of Economic Research*, December 1999. DOI: <https://doi.org/10.3386/w7432>.

468. Ruogu L. Reform Of The International Monetary System And Internationalization Of The Renminbi. World Scientific, 2015. 314 p.
469. Sadeh T., Verdun A. Explaining Europe's monetary union: A survey of the literature. *Review of International Studies*. 2009. Vol. 11, No 2. P. 277–301.
470. Sapir A. European integration at the crossroads: a review essay on the 50th anniversary of Bela Balassa's theory of economic integration. *Journal of Economic Literature*. 2011. Vol. 49, No 4. P. 1200–1229.
471. Savastano M.M.A. Dollarization in Latin America: Recent Evidence and Some Policy Issues. International Monetary Fund, 1996. 35 p.
472. Schadler S. 10 Euro Adoption in the Accession Countries: Vulnerabilities and Strategies. Euro Adopt. Cent. East. Eur. Oppor. Chall. 2005.
473. Scharpf F. Negative and Positive Integration in the Political Economy of European Welfare States. Governance in the European Union. United Kingdom: SAGE Publications Ltd, 1996. P. 15–40. DOI: <https://doi.org/10.4135/9781446279328>.
474. Schelkle W. Monetäre Integration: Bestandsaufnahme und Weiterentwicklung der neueren Theorie. Berlin: Springer-Verlag, 2013. 371 p.
475. Schelkle W. The Political Economy of Monetary Solidarity: Understanding the Euro Experiment. Oxford: Oxford University Press, 2017. 435 p.
476. Schimmelfennig F., Sedelmeier U. Governance by conditionality: EU rule transfer to the candidate countries of Central and Eastern Europe. *Journal of European Public Policy*. 2004. Vol. 11, No 4. P. 661–679.
477. Schuler K. Currency boards and dollarization, 10 March 2012. URL: <https://web.archive.org/web/20120310130618/http://www.dollarization.org/> (Last accessed: 07.07.2017).
478. Schuler K. Currency Boards: Doctoral dissertation / George Mason University, 1992.
479. Schuler K. Ignorance and Influence: US Economists on Argentina's depression of 1998-2002. *Econ Journal Watch*. 2005. Vol. 2, No 2. P. 234–278.

- 
480. Scitovsky T. *Economic theory and western integration*. Crows Nest: Allen & Unwin, 1958.
481. Sedgwick K. 46% of Last Year's ICOs Have Failed Already. *Bitcoin News*, 2018. URL: <https://news.bitcoin.com/46-last-years-icos-failed-already/>
482. Shambaugh J. The Euro's Three Crises. *Brookings Papers on Economic Activity*. 2012. No. 1. P. 157–231.
483. Shapley L., Shubik M. Trade Using One Commodity as a Means of Payment. *Journal of Political Economy*. 1977. Vol. 85, No 5. P. 937–968.
484. Silva J.M., Tenreyro S. Currency Unions in Prospect and Retrospect. CEP Discussion Paper. *Centre for Economic Performance*, LSE, 2010. URL: <https://ideas.repec.org/p/cep/cepdp/dp0986.html>.
485. Sloman J. *Economics*. Prentice Hall. ISBN 0-7450-1333-3, 2004.
486. Slovak National Bank. URL: [www.nbs.sk](http://www.nbs.sk).
487. Smets J. Fintech and Central Banks. Speech at the Colloquium of the Belgian Financial Forum in cooperation with SUERF, Fintech and the Future of Retail Banking, Brussels, December, 2016. URL: [https://www.suerf.org/docx/1\\_ec5decca5ed3d6b8079e2e7e7bacc9f2\\_9467\\_suerf.pdf](https://www.suerf.org/docx/1_ec5decca5ed3d6b8079e2e7e7bacc9f2_9467_suerf.pdf).
488. Snaith H. Narratives of optimum currency area theory and eurozone governance. *New Political Economy*. 2014. Vol. 19, No 2. P. 183–200.
489. Söderbaum F., Shaw T. Theories of New Regionalism: A Palgrave Reader. *International Political Economy Series*. Palgrave Macmillan UK, 2003. URL: <http://gen.lib.rus.ec/book/index.php?md5=379a5f1daa1917187f15bd2601445b9b>.
490. Spiegel M.M. Monetary and Financial Integration in the EMU: Push or Pull? *Review of International Economics*. 2009. Vol. 17, No 4. P. 751–776. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1467-9396.2009.00847.x>.
491. Starr R.M. Why is there money? Endogenous derivation of 'money' as the most liquid asset: a class of examples. *Economic Theory*. 2003. Vol. 21, No 2–3. P. 455–474. DOI: <https://doi.org/10.1007/s00199-002-0326-3>.

492. Steil B., Litan R. E. *Financial Statecraft: The Role of Financial Markets in American Foreign Policy*. 1 edition. New Haven, Conn.; London: Yale University Press, 2008. 224 p.
493. Stiglitz J.E. *The Euro: How a Common Currency Threatens the Future of Europe*. 1 edition. New York: W. W. Norton & Company, 2016. 448 p.
494. Stinchcombe K. Ten years in, nobody has come up with a use for blockchain. URL: <https://hackernoon.com/ten-years-in-nobody-has-come-up-with-a-use-case-for-blockchain-ee98c180100> (Last accessed: 23.02.2018).
495. Strange S. The Politics of International Currencies. *World Politics*. 1971. Vol. 23, No 2. P. 215–231. DOI: <https://doi.org/10.2307/2009676>.
496. Streeck W. *Neo-Voluntarism : A New European Social Policy Regime? Governance in the European Union*. United Kingdom: SAGE Publications Ltd, 1996. P. 64–94. DOI: <https://doi.org/10.4135/9781446279328>.
497. Summers L. Regionalism and the world trading system. *Policy Implications of Trade and Currency Zones*. 1991. P. 295–301.
498. Sussman N., Eichengreen B. J. The international monetary system in the (very) long run. International Monetary Fund, 2000.
499. Swann R. The Role of Local Currency in Regional Economic Development. *Center For New Economics*, 2017. URL: <http://www.centerforneweconomics.org/publications/essays/swann/robert/the-role-of-local-currency-in-regional-economic-development> (Last accessed: 21.11.2017).
500. Swoboda A. Vehicle currencies and the foreign exchange market: the case of the dollar. *The International market for foreign exchange* / Ed. R.Z. Aliber. University of Chicago, Graduate School of Business. New York: Praeger, 1969.
501. Tavlas G. S. The ‘New’ Theory of Optimum Currency Areas. *World Economy*. 1993. Vol. 16. No 6. P. 663–685. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1467-9701.1993.tb00189.x>.

502. Tavlas G. S. The International Use of the US Dollar: An Optimum Currency Area Perspective. *World Economy*. 1997. Vol. 20, No 6. P. 709–747. DOI: <https://doi.org/10.1111/1467-9701.00098>.

503. Tenreyro S. On the causes and consequences of currency unions. Harvard University, Unpublished, 2001. URL: <https://pdfs.semanticscholar.org/b443/ae3c66a4705f3fd3c0048919209fc4fc620d.pdf>.

504. Tenreyro S. On the trade impact of nominal exchange rate volatility. *Journal of Development Economics*. 2007. Vol. 82, No 2. P. 485–508.

505. The Big Mac index. *The Economist*. URL: <http://www.economist.com/content/big-mac-index> (Last accessed: 24.12.2017).

506. The business of cheaper oil. *The Economist Intelligence Unit*, 2014. URL: [https://www.eiu.com/public/topical\\_report.aspx?campaignid=CheaperOil](https://www.eiu.com/public/topical_report.aspx?campaignid=CheaperOil).

507. The Crude Oil Pricing System: Features & Prospects. URL: <http://www.seec.surrey.ac.uk/Events/EventDocuments/Presentation-BassamFattouh.pdf>.

508. The new economics of oil: Sheikhs v shale. *The Economist*, December 6, 2014. URL: <http://www.economist.com/news/leaders/21635472-economics-oil-have-changed-some-businesses-will-go-bust-market-will-be>.

509. The Phillips Curve May Be Broken for Good - Daily Chart', 2017. *The Economist*. URL: <https://www.economist.com/blogs/graphicdetail/2017/11/daily-chart?fsrc=scn/tw/te/bl/ed/> (Last accessed: 05.11.2017).

510. The Statistical Office of the Slovak Republic. URL: [www.statistics.sk](http://www.statistics.sk);

511. Thom R., Walsh B. The effect of a currency union on trade: Lessons from the Irish experience. *European Economic Review*. 2002. Vol. 46, No 6. P. 1111–1123.

512. Toulaboe D., Terry R. Exchange Rate Regime: Does it Matter for Inflation? *Journal of Applied Business and Economics*. 2013. Vol. 14, No 1. P. 56–71.

513. Trading Economics. URL: <http://www.tradingeconomics.com> (Last accessed: 29.09.2016).

514. Treadgold M. Factors Inhibiting Deflationary Bias in Currency Board Economies: Evidence from the Colonial Era. *Australian Economic History Review*. 2006. Vol. 46, No 2. P. 130–154. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1467-8446.2006.00167.x>.

515. Treaty on the Functioning of the European Union, 2016. URL: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=OJ:C:2016:202:FULL&from=EN>

516. Union latine (monnaie). *Wikipédia*. 2017. URL: [https://fr.wikipedia.org/w/index.php?title=Union\\_latine\\_\(monnaie\)&oldid=133414590](https://fr.wikipedia.org/w/index.php?title=Union_latine_(monnaie)&oldid=133414590) (Last accessed: 12.02.2017).

517. Van Beek F. и др. The Eastern Caribbean Currency Union; Institutions, Performance, and Policy Issues. IMF Occasional Paper. *International Monetary Fund*, 2000. URL: <https://ideas.repec.org/p/imf/imfocp/195.html>.

518. Van Zyl L. South Africa's experience of regional currency areas and the use of foreign currencies. BIS Papers chapters. *Bank for International Settlements*, 2003. URL: <http://econpapers.repec.org/bookchap/bisbisbpc/17-13.htm>.

519. Vandebroucke F. Europe: The Social Challenge Defining the Union's social objective is a necessity rather than a luxury. *Observatoire Social Européen*, Opinion Paper, No. 11 (July 2012). URL: <http://www.frankvandebroucke.uva.nl/europe-the-social-challenge-defining-the-unions-social-objective-is-a-necessity-rather-than-a-luxury/>.

520. Verdun A. European responses to globalization and financial market integration: perceptions of economic and monetary union in Britain, France and Germany. Berlin: Springer, 2000.

521. Vetlov I. Dollarization in Lithuania: An Econometric Approach. *SSRN Scholarly Paper*. Rochester, NY: Social Science Research Network, 19 March 2001. URL: <https://papers.ssrn.com/abstract=1016037>.

522. Vieira F. A. C., Holland M., Resende M.F. Financial dollarization and systemic risks: New empirical evidence. *Journal of International Money and Finance*.



---

2012. Vol. 31. No 6. P. 1695–1714. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2012.03.007>.

523. Wang J.-Y., Masha I., Harris L. S., Shirono K. The Common Monetary Area in Southern Africa; Shocks, Adjustment, and Policy Challenges. IMF Working Papers. *International Monetary Fund*, 1 July 2007. URL: <https://ideas.repec.org/p/imf/imfwpa/07-158.html>.

524. Webber D. Two funerals and a wedding? The ups and downs of regionalism in East Asia and Asia-Pacific after the Asian crisis. *The Pacific Review*. 2001. Vol. 14. No 3. P. 339–372.

525. Weymouth S. Political Institutions and Property Rights: Veto Players and Foreign Exchange Commitments in 127 Countries. *Comparative Political Studies*. 2011. Vol. 44, No 2. P. 211–240. DOI: <https://doi.org/10.1177/0010414010382629>.

526. Will falling oil prices curb America's shale boom? *The Economist*, December 6, 2014. URL: <http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21635505-will-falling-oil-prices-curb-americas-shale-boom-bind>.

527. Williams J. Postwar Monetary Plans and Other Essays. New York: Knopf, 1947. URL: <http://www.kirkusreviews.com/book-reviews/john-h-williams/postwar-monetary-plans-and-other-essays/>.

528. Williamson J. A Short History of the Washington Consensus. *Law Bus Rev Am*. 2009. Vol. 15. P. 7.

529. Williamson J. What Role for Currency Boards? Peterson Institute for International Economics, 1995.

530. Wolf H. C., Ghosh A. R., Berger H., Gulde A.-M. Currency Boards in Retrospect and Prospect. *CESifo Book Series*. Cambridge, Mass: MIT Press, 2008. 262p. URL: <http://gen.lib.rus.ec/book/index.php?md5=8B1ABD875B8AE6DC5588A85F5A3595E7>.

531. Wolf M. Fixing Global Finance. Yale University Press. ISBN 0-300-14277-3, 2009.

- 
532. World Bank. World Development Indicators Database, 2017. URL: <http://databank.worldbank.org/data/databases.aspx> (Last accessed:20.10.2017).
533. World Bank. World Development Indicators database. GDP per Capita, PPP Current International, 2017. URL: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.PCAP.PP.CD?view=chart> (Last accessed: 02.10.2017).
534. World's Top Oil Producers. CNN Money. URL: [money.cnn.com/interactive/news/economy/worlds-biggest-oil-producers](http://money.cnn.com/interactive/news/economy/worlds-biggest-oil-producers).
535. Worldwide Currency Usage and Trends. *SWIFT*. URL: <https://www.swift.com/node/19186> (last accessed: 03.07.2017).
536. WTO. Regional Trade Agreements Information System, 2017. URL: [https://rtais.wto.org/UserGuide/RTAIS\\_USER\\_GUIDE\\_EN.html](https://rtais.wto.org/UserGuide/RTAIS_USER_GUIDE_EN.html) (Last accessed: 09.11.2017).
537. Yao Y., Yang T. ESDR: the ideal super sovereign currency innovation. URL: [http://www.cnstock.com/v\\_news/sns\\_bwkx/201511/3625078.htm](http://www.cnstock.com/v_news/sns_bwkx/201511/3625078.htm).
538. Zimmermann C. D. A Contemporary Concept of Monetary Sovereignty. Oxford: OUP Oxford, 2013. 291 p.
539. Zito A. R., Schout A. Learning theory reconsidered: EU integration theories and learning. *Journal of European Public Policy*. 2009. Vol. 16, No 8. P. 1103–1123.



## Додаток В

## Інфляція (темпи середньорічних цін) в країнах-членах валютних союзів

Country	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	
Cambodia	-0.6	1886.0							1832.0	1245.0	4.5	281.70	0.6	0.3	1993.0	4906.0	1125.0	5338.0	3.0	1279.0	2.9	2382.0	2.1	1853.0	2083.0	0.9	
Central African Rep.	-2848.0	-0.8	-2909.0	24.6	19.2	3723.0	1870.0	-1415.0	-1415.0	3202.0	3843.0	2298.0	4353.0	-2240.0	2885.0	6694.0	-7.9	9262.0	491.0	1195.0	5874.0	6552.0	11.6	4.5	4617.0		
Chad	4.2	-3.8	-10824.0	41272.0	5264.0	11331.0	5727.0	-4259.0	-847.0	3823.0	12431.0	17853.0	4753.0	-4881.0	3373.0	8669.0	7.4	8311.0	1022.0	-2109.0	1839.0	7698.0	0.2	1675.0	6758.0	-1122.0	
Equatorial Guinea	-3425.0	-4299.0	5452.0	31841.0	19872.0	4541.0	3017.0	7936.0	0.4	-4836.0	8739.0	7582.0	7324.0	4237.0	5637.0	4665.0	2798.0	4652.0	5775.0	5.3	-4790.0	3442.0	3179.0	4296.0	1695.0	1.4	
Egypt	-0.8	-9543.0	0.5	36116.0	9647.0	0.5	2136.0	0.2	2195.0	0.4	1717.0	-1496.0	1021.0	5263.0	1883.0	1447.0	1262.0	2683.0	0.5	4512.0	0.5	4512.0	0.5	4512.0	0.5	2086.0	
Rep. of Congo	9358.0	-3162.0	-4.1	7497.0	6.3	7.4	12.7	2.2	3.0						2466.0	3760.0	2955.0	6.0	4359.0	0.4	1.8	5.0	4632.0	0.9	2742.0	3882.0	
Liechtenstein																											
Switzerland (00/15)																											
Angola	4518.0	3.0	3.1	6485.0	2757.0	2965.0	0.4	3262.0	1155.0	-0.2	1935.0	2488.0	1994.0	2.0	2099.0	1788.0	1416.0	534.0	4.6	3.4	3457.0	3377.0	1059.0	1089.0	1.0	-0.4	
Dominica and Barbuda	5556.0	5256.0	1588.0	0.0	1293.0	1701.0	2415.0	1.0	1236.0	0.8	1556.0	0.2	1453.0	2394.0	1682.0	2593.0	3238.0	6.4	0.0	2.8	1061.0	1338.0	0.0	0.8	-0.8	0.0	
Grenada (XCD)	2645.0	3778.0	2809.0	6435.0	3027.0	2052.0	1245.0	1405.0	0.6	2142.0	1671.0	1067.0	2155.0	2315.0	3476.0	4252.0	3859.0	8033.0	-0.3	3437.0	3033.0	2411.0	0.0	-0.8	-0.6	1751.0	
Saint Kitts and Nevis	4201.0	2837.0	1791.0	1427.0	3.0	2048.0	8675.0	5684.0	3351.0	2.1	2138.0	2078.0	2268.0	2.3	3374.0	3487.0	4481.0	5.3	2058.0	0.9	5835.0	0.8	1107.0	0.2	-2302.0	-0.4	
Saint Lucia (XCD)	5539.0	5661.0	0.8	2664.0	5863.0	0.9	0.0	3202.0	2435.0	4848.0	5273.0	-0.3	1034.0	1.5	3911.0	3564.0	2823.0	5.6	-0.2	3.3	2769.0	4178.0	1472.0	3518.0	-1.0	-1743.0	
Saint Vincent and the Grenadines	-0.4	0.5	4291.0	0.3	1738.0	4488.0	0.4	2142.0	1031.0	0.2	1358.0	0.7	0.1	2834.0	3444.0	3045.0	6994.0	10122.0	0.4	0.8	3186.0	2398.0	0.8	0.2	-1726.0	-0.1	
Austria					0.5	1956.0	2302.0	1681.0	1.3	1966.0	2103.0	1684.0	2202.0	184.0	2329.0	0.4	1694.0	3542.0	2567.0	0.4	1694.0	3542.0	2567.0	2116.0	1466.0	0.8	1.8
Belgium					1135.0	2679.0	2435.0	1548.0	1517.0	1857.0	2537.0																
Cyprus																											
Estonia																											
Finland																											
France																											
Germany																											
Greece																											
Ireland																											
Italy																											
Lithuania																											
Luxembourg (00/15)																											
Malta																											
Netherlands																											
Portugal																											
Slovak Rep.																											
Slovenia																											
Spain																											
Lesotho	17296.0	18097.0	10.7	8308.0	9722.0	8.9	8375.0	8.2	7.8	6061.0	7968.0	12166.0	6401.0	4649.0	3648.0	6337.0	9177.0	10688.0	852.0	3382.0	5986.0	3192.0	2443.0	1413.0	0.1	-0.5	-0.2
Swaziland	8934.0	7558.0	12023.0	13769.0	12289.0	6425.0	7125.0	8.1	6089.0	12309.0	5942.0	12.0	7.3	3445.0	1751.0	5.2	8076.0	7448.0	7448.0	4499.0	6107.0	8.9	5.6	5683.0	5.0	8033.0	
South Africa	3.4	2244.0	2291.0	3095.0	1725.0	7354.0	1739.0	2023.0	6676.0	5389.0	5637.0	9145.0	5871.0	1425.0	3351.0	4618.0	7154.0	10866.0	712.0	4364.0	4985.0	6107.0	8.9	5.6	5683.0	5.0	
Benin	1833.0	1590.0	4288.0	2448.0	9725.0	1965.0	1795.0	0.4	0.0	1348.0	1015.0	-0.4	0.5	1672.0	0.5	1.0	2105.0	6628.0	0.6	2823.0	5248.0	4576.0	2359.0	1025.0	-0.5	-0.5	
Botswana	-2.1	5921.0	0.4	3833.0	14488.0	4917.0	3803.0	5755.0	0.3	4.2	3981.0	2422.0	1897.0	0.9	5564.0	3787.0	1294.0	7999.0	0.4	2179.0	2756.0	6743.0	1.0	-1083.0	0.3	-0.8	
Burkina Faso	2826.0	-1991.0	0.6	24.7	7772.0	6069.0	2929.0	4911.0	-1.1	-0.2	4727.0	2.5	2.0	-0.4	6490.0	2360.0	-0.2	10668.0	0.9	-4.0	2769.0	3817.0	0.5	-0.3	0.9	0.7	
Cote d'Ivoire	1575.0	4218.0	2.1	25956.0	14.1	2.7	6301.0	4503.0	0.7	2534.0	4355.0	3.1	3979.0	1459.0	3884.0	2466.0	1966.0	6315.0	1009.0	1366.0	4895.0	1.3	2584.0	0.4	1244.0	1498.0	
Guinea Bissau																											
Mali	12.5	16857.0	20126.0	3386.0	5488.0	6244.0	7579.0	-1.4	2956.0	-1178.0	307.0	0.9	2983.0	6359.0	2.5	3.5	6995.0	12028.0	4553.0	6159.0	11258.0	10889.0	3997.0	2454.0	1367.0	0.9	
Niger	1.5	-5911.0	-0.3	35334.0	10859.0	2928.0	4546.0	-2282.0	2916.0	3913.0	0.1	0.1	11294.0	4288.0	-2786.0	2944.0	0.5	2292.0	-2288.0	1229.0	3403.0	1418.0	0.7	-1083.0	0.1	0.9	
Senegal	-1754.0	0.0	-0.7	32104.0	8076.0	2835.0	1784.0	1.0	0.8	0.8	3035.0	2398.0	0.0	0.5	1707.0	2114.0	5863.0	6335.0	-2248.0	1229.0	3403.0	1418.0	0.7	-1083.0	0.1	0.9	
Togo	0.2	1622.0	-0.1	35259.0	15797.0	4596.0	5307.0	1.0	-0.1	1901.0	3.9	3.1	-0.9	0.4	6.8	2.2	0.9	7502.0	3727.0	1438.0	3558.0	2639.0	1.8	0.2	1.8		

Наукове видання

*Лизун М. В.*

# ГЛОБАЛЬНІ ВИКЛИКИ РЕГІОНАЛЬНОЇ ВАЛЮТНОЇ ІНТЕГРАЦІЇ

Монографія

Редактор	<i>Оксана Бойчук</i>
Дизайн обкладинки	<i>Марії Одобецької</i>
Комп'ютерна верстка	<i>Ігоря Ліщинського</i>
Комп'ютерний макет	<i>Юрія Хомацького</i>

---

Підписано до друку 30.10.2017 р.  
Формат 70x100<sup>1</sup>/<sub>16</sub>. Гарнітура Times.  
Папір офсетний. Друк на дублюванні.  
Ум. друк. арк. 37,4. Обл.-вид. арк. 23,4.  
Зам. № М014-18. Тираж 300 прим.

Видавець  
Тернопільський національний економічний університет  
вул. Львівська, 11, м. Тернопіль

Свідоцтво про внесення суб'єкта видавничої справи  
до Державного реєстру видавців ДК №3467 від 23.04.2009 р.

Виготовлено у видавничо-поліграфічному центрі «Економічна думка ТНЕУ»  
вул. Бережанська, 2, м. Тернопіль, 46004  
тел. (0352) 47-58-72  
E-mail: edition@tneu.edu.ua