

УДК 336.74

Лизун М.В.

кандидат економічних наук, доцент,
докторант кафедри міжнародної економіки
Тернопільського національного економічного університету

РЕЖИМ ВАЛЮТНОЇ РАДИ В РАМКАХ МОНЕТАРНОЇ ІНТЕГРАЦІЇ

Стаття присвячена дослідженню особливостей функціонування режиму валютної ради в рамках монетарної інтеграції. Проаналізовано переваги та недоліки використання валютної ради. Визначені характерні риси сучасних валютних рад, їх відмінності від класичних та проблемні аспекти їх функціонування.

Ключові слова: валютна рада, монетарна інтеграція, монетарний режим, валюта, валютна політика, доларизація, грошовий агрегат.

Лизун М.В. РЕЖИМ ВАЛЮТНОГО СОВЕТА В РАМКАХ МОНЕТАРНОЙ ИНТЕГРАЦИИ

Статья посвящена исследованию особенностей функционирования режима валютного совета в рамках монетарной интеграции. Проанализированы преимущества и недостатки использования валютного совета. Определены характерные черты современных валютных советов, их отличия от классических и проблемные аспекты их функционирования.

Ключевые слова: валютная совет, монетарная интеграция, монетарный режим, валюта, валютная политика, долларизация, денежный агрегат.

Lyzun M.V. CURRENCY BOARD ARRANGEMENT IN THE FRAMES OF MONETARY INTEGRATION

The article is devoted to the research of the peculiarities of the currency board arrangement within the monetary integration. The advantages and disadvantages of currency board are analysed. The distinctive features of modern currency boards and problematic aspects of their current functioning are determined.

Keywords: currency board, monetary integration, monetary regime, currency, currency policy, dollarization, monetary aggregate.

Постановка проблеми. Основними взаємопереплетеними процесами, які визначають кордони та фронти валютної мапи світу, можна визнати інтернаціоналізацію валюти, паралельне функціонування валют, валютне заміщення, валютні війни та валютну інтеграцію. Сьогодні монетарна інтеграція виступає процесом координації валютної політики, формування наднаціонального механізму валютного регулювання, створення міждержавних валютно-кредитних і фінансових організацій. Таким чином монетарна інтеграція включає процеси офіційної валютної уніфікації (повна або паралельна доларизація, формування валютних союзів) та безумовної нормативної регламентації фіксування курсу національної валюти до якоря.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Серед науковців, праці яких стали теоретичною та методологічною основою даного дослідження необхідно зазначити роботи таких вчених, як С. Ханке, Р. Радков, К. Шулер, Г. Вольф, В. Ляшенко, Ж. Декільбе, Н. Неновські, Козюк В., Л. Рівейра-Батіз, А. Си, Ф. Кіфер, Д. Стасеведж, П. Імам, Дж. Вільямсон, Дж. Франкель, І. Ліщинський, С. Беговіч, А. Гош та інші.

Незважаючи на велику кількість публікацій з цієї проблематики, багато теоретичних та емпіричних питань формування, розвитку та функціонування валютних рад залишаються недостатньо вивченими та досить перспективними для дослідження.

Постановка завдання. Метою даної статті є дослідження особливостей функціонування режиму валютної ради в рамках монетарної інтеграції, визначення переваг та недоліків використання даного режиму.

Вклад основного матеріалу дослідження. До валютної інтеграції відносять валютну раду як одну з форм організації валютно-фінансової співпраці держав, що не передбачає відмови від національної валюти. Історичний досвід функціонування валютних рад (а вперше їх принципи почали використовуватись із середини ХІХ століття на Маврикію – на

той час 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 валюти¹ за фіксованим курсом [1]. Із інституційної точки зору, режим валютної ради може розглядатись як певний аналог центрального банку (не залежно від його назви) та сукупності його взаємовідносин із комерційними банками, фінансовими установами та 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 із 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 [2].

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 із них наведені на рис. 1 і включають:

- введення якоря для національної валюти. Дослідники виділяють три підходи до його вибору: прихильники концепції оптимальної валютної зони наголошують на важливості синхронізації шоків із емітентом якірної валюти; «адвокати» торговельної та інвестиційної інтеграції вказують в бік національних валют основних торговельних партнерів; поборники принципу надійності пропонують «най-

¹ Чи до золота в минулому.



Рис. 1. Критерії канонічної валютної ради

Джерело: авторська візуалізація на основі матеріалів [1; 4]

сильніші» валюти. Іноді, але далеко не завжди, потенційний якір може відповідати всім трьом вимогам. Теоретично, прив'язка може відбуватись і до декількох валют [3];

- резерви якірної валюти повинні бути достатніми для конвертації загального обсягу усіх банкнот та монет в обігу (а також загальної суми банківських кредитів у резервному рахунку валютної ради). Зазвичай, необхідні валютні резерви оцінювались як 105-110% грошової бази чи 110-115% грошового агрегату $M0^2$;

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

- валютна рада отримує прибуток лише від процентів за валютними резервами (за вирахуванням витрат на випуск готівки) та не здійснює форвардних обмінних операцій. Згадані резерви іноземної валюти формуються з двох джерел: (1) покриття емісії національної валюти в обмін іноземної; (2) зобов'язання комерційних банків зберігати частину власних резервів на рахунках валютної ради. Перше

джерело генерує доходи від сеньйоражу, друге – доходи від обов'язкового резервування (різниця між доходами від інвестицій в іноземні цінні папери та виплатами по мінімальних резервах). Зазвичай, чистий дохід валютної ради становить приблизно 1% від річного ВВП держави [4];

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

- валютна рада, на відміну від центральних банків, не здійснює маніпуляцій із обліковою ставкою. Розширення і стискання грошової бази (а, отже, і коливання внутрішніх процентних ставок) визначається припливом і відпливом валютних коштів [5]. Прив'язка до іноземної валюти спричиняє тенденцію до зрівняння процентних ставок та рівня інфляції із емітентом якірної валюти. Винятком є ситуація, коли валютна рада замінює високоінфляційний центральний банк – в даному випадку ціни багатьох товарів є априорі нижчими у вираженні якірної валюти, а отже після стабілізації слідуватиме певний період наздоганяння, що супроводжуватиметься вищим рівнем інфляції [6, 7];

- валютна рада не діє як кредитор останньої інстанції і не передбачає надання «рятувального жилету» для банків у випадку кризи. Щоправда бан-

² 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.д.)

крутства банків доволі рідко зустрічалось за умов канонічної валютної ради (на відміну від сучасних прикладів валютних рад) [4];

- жорстка нормативна регламентація, що обумовлює 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 об'єму грошової бази. Аналогічно канонічна валютна рада не впливає на співвідношення між грошовою базою та пропозицією грошей, визначаючи лише резервні вимоги до комерційних банків. Але, разом з тим, пропозиція грошей у канонічній валютній раді достатньо еластична до змін в попиту на ринку товарів та послуг, які впливають на зміни резервів іноземної валюти. Профіцит (дефіцит) поточного рахунку 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 притоку (відтоку) капіталу відповідно до принципів процентного арбітражу, що, зрештою, стає підґрунтям для конвергенції процентних ставок із емітентом якірної валюти.

Основною перевагою валютної ради можна назвати високий рівень довіри (англ. *credibility*) до суб'єкта монетарної політики держави. Дослідники відмічають два типових канали її формування: (1) відсутність можливостей для девальвації національної валюти [8] і (2) вирішення проблеми часової невідповідності (англ. *time-inconsistency problem*)³, пов'язана із нездатністю монетарного суб'єкта генерувати несподівану інфляцію [9].

Довіра до монетарного режиму посилюється впевненістю в національній валюті, яку Ж. Б. Декільбе та Н. Неновські вважають ключовою перевагою валютної ради, що приводить до макроекономічної стабільності [10]. Вони ж розглядають впевненість як результат вищого рівня конвертованості валюти, який в свою чергу детермінується запровадженням двох «якорів»: фіксованого курсу валют та покриття грошової бази валютними резервами. Дослідники аргументують, що впевненість в національній валюті також імпортується і є похідною впевненості (майбутньої стабільності) в іноземній валюті [10]. Варто зазначити, що валютний ризик не нівелюється повністю в канонічній валютній раді, проте є значно нижчим, ніж в державах із м'якшим монетарним режимом [11].

Г. Вольф та співавтори, окрім «впевненості», виокремлюють також інший аспект, що формує довіру – позитивний «ефект дисципліни» [3]. Даний ефект виникає як результат обмежень та зобов'язань стосовно монетарного зростання, 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. Більш того, відсутність функціоналу кредитора останньої інстанції, зазвичай, вважається стимулом зростання фінансової дисципліни та зменшення морального ризику в бан-

ківській системі, оскільки комерційні банки менш схильні до здійснення високоризикових трансакцій, знаючи, що в разі проблем із ліквідністю, вони не знайдуть підтримки у монетарного регулятора [12]. Дж. Франкель відзначає, що останній аспект особливо актуальний для країн, що розвиваються, чий банківські системи схильні до загроз, пов'язаних із асиметричною інформацією, втратою ліквідності та морального ризику [13].

Деякі дослідники приходять до висновку, що валютні ради знижують рівень процентних ставок [8] (більш коректно вести мову про зближення їх рівня із емітентом якірної валюти [11]) та волатильність темпів приросту обсягів виробництва [14]. Л. Рівейра-Батіз та А. Си, порівнюючи режими валютних рад із стандартною фіксацією курсу валют, приходять до висновку, що першим притаманна більша стабільність і вони генерують менше безробіття, при цьому демонструючи більший приріст добробуту [8].

Більш того, режим валютної ради є жорстко регламентованим законодавчими нормами держави, що робить доволі затратним відмову від його використання [15]. Ф. Кіфер та Д. Стасеведж доводять, що саме офіційний статус валютної ради є джерелом політичних зобов'язань, а не прив'язка до курсу сама по собі [16]. Але разом з тим, вартість переходу (англ. *switching costs*) на інші режими валютного курсу, в разі потреби (насамперед, тривалих глобальних шоків), є значно меншою у порівнянні із устроєм без окремої національної валюти.

Разом з тим існує два табори критиків 100%-го резервування монетарних зобов'язань. Перші наголосують на значній втраті ресурсів, частина із яких могла бути використана на купівлю іноземних активів [15; 17]. Другі вказують на те, що конвертованість стосується лише грошової бази, тоді як загальна кількість ліквідних монетарних активів в обігу в разі більша. Судячи з цього фінансова паніка таки може спіткати державу у випадку спроб широких верств суспільства одночасно конвертувати національну валюту на якірну [18, 19].

Відсутність можливості оперативного реагування на зміни світової кон'юнктури з допомогою інструментів валютно-курсової політики – це та 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 стерилізувати⁴ потоки капіталу, а отже, дефіцит поточного рахунку чи раптовий приплив капіталу автоматично транслюється на обмеження внутрішньої ліквідності та вищий рівень відносних процентних ставок [18]. 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 [15]. А оскільки валютна рада не є кредитором останньої інстанції і не може використовувати широкий інструментарій для протидії кризі ліквідності, то комерційні банки, зазвичай, утримують більш суттєвий обсяг резервів, тим самим додатково стримуючи монетарне зростання [20].

За умов валютної ради уряд не може використовувати її активи для фінансування дефіциту бюджету шляхом продажу державних цінних паперів, що часто приводить до обмежувальної фінансової політики (англ. *constrain fiscal policy*) та наділяє монетарну політику дефляційною схильністю (англ. *impart a deflationary bias*) [21; 22]. Як наслідок усіх зазначених вище факторів, канонічна валютна рада здійснює

³ 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.

⁴ Стерилізація – сукупність заходів монетарного суб'єкта (переважно операції на відкритому ринку) для протидії впливу профіциту чи дефіциту платіжного балансу на обсяг грошової пропозиції.

стримувальний вплив на економіку держави (англ. *contractionary effects on the economy*) [18].

Також для валютних рад характерна проблема, що традиційно гостро стоїть перед державами із низьким рівнем інфляції, а саме небезпека шоків безробіття (особливо зовнішніх шоків, які передаються через прив'язку до якірної валюти). Відсутність можливості оперативної реакції на них з допомогою девальвації, з часом, може привести до хронічного високого безробіття, яке, в свою чергу, породжує загрозу виходу із режиму валютної ради. Заради справедливості варто зазначити, що в умовах валютної ради імпульси безробіття є меншими ніж при традиційній фіксації [8].

На рис. 2 підсумовані основні переваги та недоліки канонічних валютних рад розглянутих крізь призму їх специфічних критеріїв.

Однак всі розглянуті вище особливості характерні для канонічних валютних рад. Сучасні ж валютні ради значною мірою відрізняються від своїх попередниць, що існували до 1980-х рр., тому їх іноді називають квазі-валютними радами (англ. *quasi-currency board* чи *currency board-like systems*). Так, у своїй монографії Г. Вольф [3] відмічає, 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 низькою 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, задля досягнення стабільної монетарної політики. По-друге, потоки капіталів в минулому були менш волатильними (за деякими винятками) та менш інтенсивними. 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 по справах колоній в Лондоні із символічним впливом локальних урядів [3]. До цих особливостей можна додати також п'ятий аспект – метаморфозу трансмісійного механізму із провідною роллю процентних ставок у ньому (а не розміру грошової пропозиції) [23].

Відрізняються і технічні критерії сучасних валютних рад. Зокрема, В. Козюк відмічає, що сучасні валютні ради перейняли частину «арсеналу» центральних банків, насамперед інструменти монетарної політики та функцію кредитора останньої інстанції. Вони стали значно м'якші від своїх попередниць і, серед іншого, передбачають можливість неповного

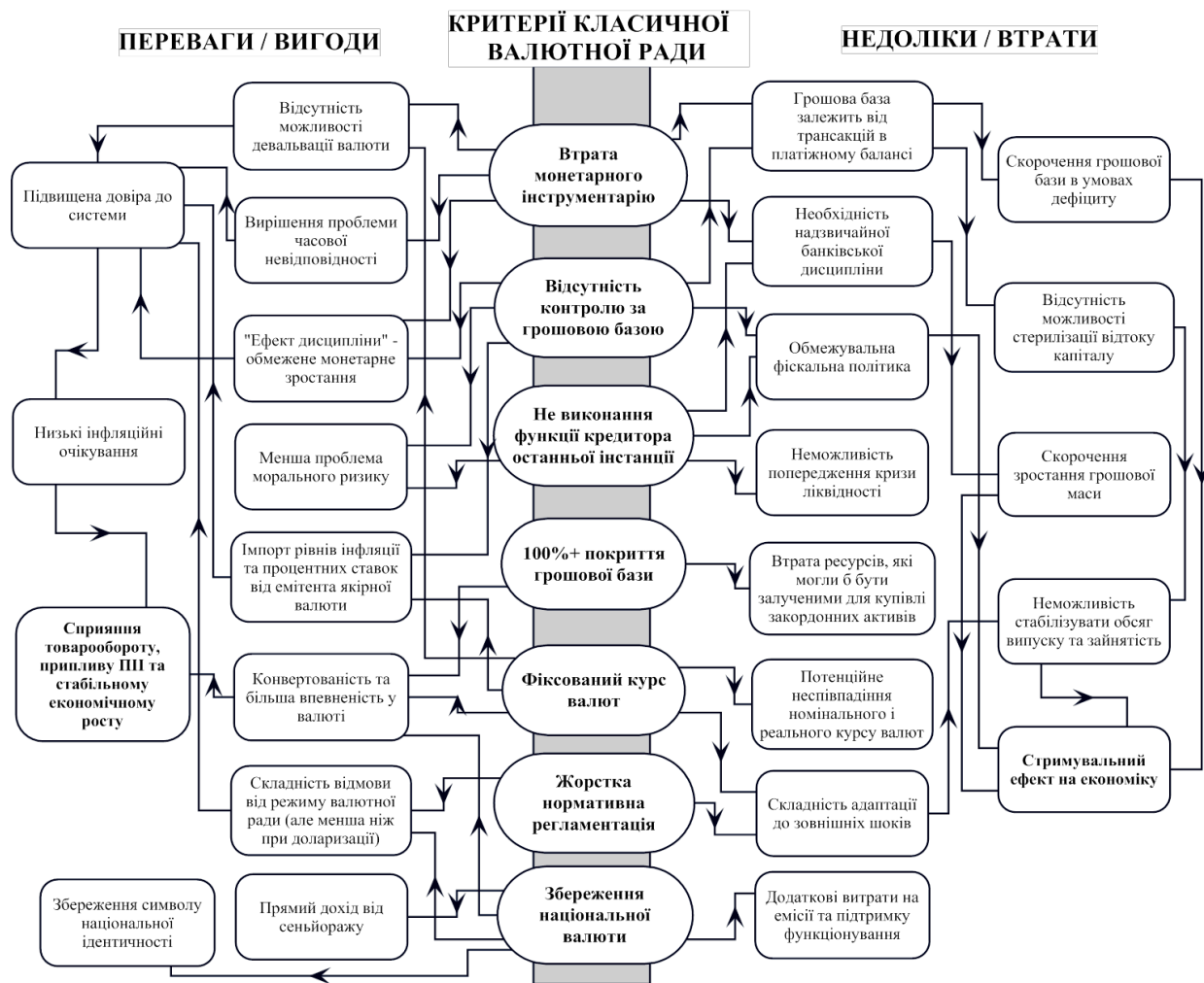


Рис. 2. Переваги та недоліки канонічної валютної ради

Джерело: доповнено та модифіковано автором згідно [20]

покриття грошової бази, здійснення операцій з управління ліквідністю на міжбанківському ринку, детермінацію процентних ставок, надання обмеженого кредитування уряду тощо [23].

Висновки з проведеного дослідження. Сучасні валютні ради намагаються додати до традиційної переваги монетарної стабільності також елемент гнучкості, що, як показав 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.

БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

- Hanke S. H. Currency boards for developing countries: a handbook / S. H. Hanke, K. Schuler. – San Francisco, Calif : Ics Pr, 2015. – 120 p.
- Radkov R. V. The currency board in bulgaria: theoretical reflections and empirical results / R. V. Radkov, A. Zahariev. – Rochester, NY : Social Science Research Network, 2016.
- Wolf H. C. Currency boards in retrospect and prospect / H. C. Wolf, A. R. Ghosh, H. Berger, A.-M. Gulde. – Cambridge, Mass : MIT Press, 2008. – 262 p.
- Schuler K. Currency boards and dollarization / K. Schuler. – 2012.
- Ляшенко В. І. Фінансово-регуляторні режими стимулювання економічного розвитку: введення в економічну режимологію / В. І. Ляшенко. – Донецьк : НАН України, Ін-т економіки пром-сти, 2012. – 370 p.
- Ліщинський І. Регулювання ринку цінних паперів в розвинутих країнах світу: досвід для України / М. Лизун, І. Ліщинський // Збірник наукових праць Черкаського державного технологічного університету. Серія: Економічні науки. – 2015. – Vol. 2, No. 38.
- Ліщинський І. Валютні союзи: ретроспективні та сучасні форми / М. Лизун, І. Ліщинський // Економічний простір. – 2017. – No. 118. – P. 47–60.
- Rivera-Batiz L. A. Currency boards, credibility, and macroeconomic behavior / L. A. Rivera-Batiz, A. N. R. Sy // *Annals of Economics and Finance*. – 2013. – Vol. 14, No. 2. – P. 831–870.
- Feuerstein S. On the credibility of currency boards; review of international economics; / S. Feuerstein, O. Grimm // *Review of international economics*. – 2006. – Vol. 14, No. 5. – P. 818–835.
- Desquilbet J. B. Credibility and adjustment: gold standards versus currency boards / J. B. Desquilbet, N. Nenovsky. – William Davidson Institute at the University of Michigan, 2004.
- Imam P. A. Exchange rate choices of microstates / P. A. Imam // *IMF Working Paper*. – 2010. – Vol. 12.
- Pautola N. Currency boards in central and eastern europe : past experience and future perspectives / N. Pautola // *Focus on transition*. – 1998.
- Frankel J. A. Monetary policy in emerging markets: a survey / J. A. Frankel. – National Bureau of Economic Research, 2010.
- Kwan Y. K. Hong kong's currency board and changing monetary regimes / Y. K. Kwan, F. T. Lui. – National Bureau of Economic Research, 1996.
- Ghosh A. Currency boards: more than a quick fix? / A. Ghosh, A.-M. Gulde, H. C. Wolf // *Economic Policy*. – 2000. – Vol. 15, No. 31. – P. 269–335.
- Keefer P. Checks and balances, private information, and the credibility of monetary commitments / P. Keefer, D. Stasavage // *International Organization*. – 2002. – Vol. 56, No. 4. – P. 751–774.
- Schuler K. Currency boards / K. Schuler. – Fairfax Virginia : George Mason University, 1992.
- Ponsot J.-F. European experiences of currency boards: estonia, lithuania, bulgaria and bosnia and herzegovina / J.-F. Ponsot // *Chapters*. – Edward Elgar Publishing, 2006.
- Williamson J. What role for currency boards? / J. Williamson. – Peterson Institute for International Economics, 1995.
- Begovic S. An assessment of the sustainability and desirability of a currency board arrangement, with special reference to bosnia and herzegovina / S. Begovic. – Staffordshire University, 2014. – 587 p.
- Camilleri Gilson M.-T. Policy pre-commitment and institutional design / M.-T. Camilleri Gilson. – 2002.
- Treadgold M. Factors inhibiting deflationary bias in currency board economies: evidence from the colonial era / M. Treadgold // *Australian Economic History Review*. – 2006. – Vol. 46, No. 2. – P. 130–154.
- Козюк В.В. Валютні ради: колізії історичного досвіду та перспективи в умовах глобалізації / Козюк В.В. // *Наука молода*. – 2005. – Вип. 3. – С. 90–94.