

ДЕРЖАВНИЙ ВИЩИЙ НАВЧАЛЬНИЙ ЗАКЛАД
«УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ»

На правах рукопису

КАЗАРІНОВ ДМИТРО ВОЛОДИМИРОВИЧ

УДК [336.743.339.924](477)(043.5)

**ВАЛЮТНЕ РЕГУЛЮВАННЯ В УКРАЇНІ В ПРОЦЕСІ РЕГІОНАЛЬНОЇ
ВАЛЮТНОЇ ІНТЕГРАЦІЇ**

Спеціальність 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит

Дисертація на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук

Науковий консультант:

кандидат економічних наук, доцент

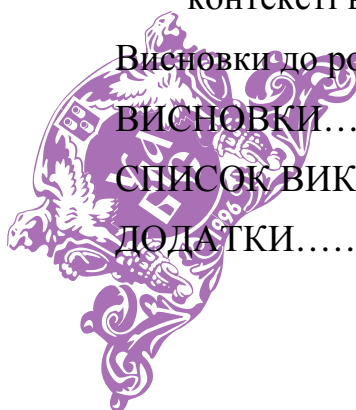
Рекуненко Ігор Іванович

Суми – 2013



ЗМІСТ

ВСТУП	3
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ВАЛЮТНОГО РЕГУЛЮВАННЯ В АСПЕКТІ РЕГІОНАЛЬНОЇ ВАЛЮТНОЇ ІНТЕГРАЦІЇ	11
1.1 Регіональна валютна інтеграція: сутність, рівні та форми	11
1.2 Досвід міжнародного валютно-фінансового співробітництва на регіональному рівні	33
1.3 Розвиток валютного регулювання в Україні у контексті фінансової глобалізації	53
Висновки до розділу 1	73
РОЗДІЛ 2. НАУКОВО-МЕТОДИЧНЕ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ РОЗВИТКУ ВАЛЮТНОГО РЕГУЛЮВАННЯ НА ОСНОВІ ОЦІНКИ ДОЦІЛЬНОСТІ РЕГІОНАЛЬНОЇ ВАЛЮТНОЇ ІНТЕГРАЦІЇ	77
2.1 Трансформація ролі валютного регулювання в контексті регіональної валютної інтеграції	75
2.2 Науково-методичні підходи до оцінки доцільності регіональної валютної інтеграції	96
2.3 Оцінка економічної доцільності валютної інтеграції України з країнами СНД	125
Висновки до розділу 2	150
РОЗДІЛ 3. НАПРЯМКИ УДОСКОНАЛЕННЯ ВАЛЮТНОГО РЕГУЛЮВАННЯ В УКРАЇНІ У КОНТЕКСТІ РЕГІОНАЛЬНОЇ ВАЛЮТНОЇ ІНТЕГРАЦІЇ	153
3.1 Розвиток валютного регулювання в аспекті валютної інтеграції України з країнами СНД	153
3.2 Альтернативні підходи до реформування валютного регулювання у контексті валютної інтеграції України з країнами Європи	171
Висновки до розділу 3	197
ВИСНОВКИ	200
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	207
ДОДАТКИ	224

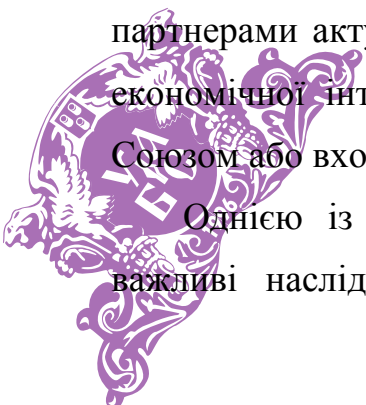


ВСТУП

Актуальність теми дослідження. Одним із ключових напрямків розвитку національного господарства, в умовах глобалізації економічних відносин, є входження України до економічних інтеграційних утворень. Прискорення розвитку інтеграційних процесів між державами – одна із основних тенденцій трансформації соціально-економічних систем у XXI столітті. Інтеграційні процеси одночасно проходять за декількома взаємопов'язаними напрямками: політичний, соціальний, культурно-етичний, економічний і т.д. У межах економічного напрямку найбільш активно розвивається фінансова, зокрема валютна, інтеграція. Необхідність подальших досліджень саме цього напрямку інтеграційних процесів обумовлена кількома чинниками. По-перше, циклічністю розвитку економічних процесів, зокрема кризових явищ, основні чинники яких переважно лежать у площині фінансових відносин. Як наслідок, фінансова інтеграція повинна підвищити стійкість національних економічних систем. По-друге, все більшою глобалізацією соціально-економічного середовища життя людей, що створює об'єктивну передумову для інтенсифікації фінансової, зокрема валютної, інтеграції. По-третє, достатнє науково-теоретичне обґрунтування та практичне підтвердження можливості отримання економічних переваг від валютної інтеграції дозволяє використати апробований інструментарій для практичної реалізації інтеграційних процесів.

Протягом останніх років наша держава формувала стратегічні цілі зовнішньоекономічної політики з точки зору збалансування східного та західного векторів розвитку. Однак, зараз логіка протікання зовнішньоекономічних відносин України з її ключовими стратегічними партнерами актуалізує проблему остаточного визначення основного напрямку економічної інтеграції: підписання договору про асоціацію з Європейським Союзом або входження до Митного союзу Росії, Казахстану та Білорусії.

Однією із найвищих форм економічної інтеграції, яка має виключно важливі наслідки для національної економічної та фінансової систем, є



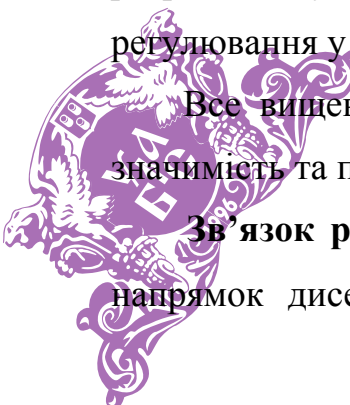
створення валютного союзу. Остаточним етапом інтеграції з Європейським Союзом є входження до зони євро. Найбільші країни СНД, які створили Митний союз, у якості кінцевої мети інтеграційних процесів декларують формування єдиного економічного простору зі спільною валютою.

Таким чином, напрямки економічної інтеграції України можна розглядати в аспекті регіональної валютної інтеграції. Процес інтеграції валютних систем держав є однією із ключових проблем сучасної фінансової теорії. Дослідженню регіональної валютної інтеграції та розвитку валютного регулювання приділяється значна увага у працях вітчизняних та зарубіжних науковців, серед яких: Б. Баласс, Г. Мюрдаль, Г. Джонсон, Г. Тавлас, Р. Манделл, М. Фрідмен, Дж. Франкель, П. Кругман, М. Бордо, Ф. Махлуп, Н. Іслам, Ю. Парк, П. Кінен, Е. Роуз, І. Люкевич, Г. Азаренкова, В. Чаплигін, С. Дробышевский, А. Кодзасова, Г. Шагалов, А. Бутук, І. Рекуненко, О. Рогач, Ф. Журавка, О. Костюк та ін.

При дослідженні вищезазначеної проблеми вчені зосереджуються на вивченні переваг та недоліків формування міждержавних валютних союзів, а також визначення оптимальних підходів щодо реалізації даного процесу. Однак, поза увагою науковців залишається завдання комплексного дослідження альтернативних напрямків валютної інтеграції країн з перехідною ринковою економікою, зокрема України. Практичне значення даного завдання посилюється у посткризових умовах функціонування національної економіки, які характеризуються формуванням економіко-політичних передумов для остаточного визначення ключового напрямку економічної та валютної інтеграції України. Отже, існує об'єктивна необхідність дослідження альтернативних напрямків регіональної валютної інтеграції нашої держави та розробки наукових підходів щодо розвитку національної системи валютного регулювання у контексті інтеграційних процесів у валютній сфері.

Все вищевикладене обумовило вибір теми дослідження, її актуальність, значимість та практичну спрямованість.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Обраний напрямок дисертаційного дослідження є складовою науково-дослідницьких



тем, над якими працює колектив Української академії банківської справи Національного банку України: «Розвиток механізму функціонування банківської системи України під впливом іноземного капіталу» (номер держ. реєстрації 0107U0123112) та «Реформування фінансової системи України в умовах євроінтеграційних процесів» (номер держ. реєстрації 0109U006782). До звітів за цими темами включені висновки та пропозиції автора щодо: застосування розроблених науково-методичних підходів для оцінки доцільності регіональної валютної інтеграції України з країнами Європи; а також використання результатів аналізу процесу валютної інтеграції країн Співдружності Незалежних Держав для підвищення ефективності реалізації валютної політики та оптимізації концептуальних засад управління валютним ризиком у комерційних банках України.

Мета і задачі дослідження. Метою дисертаційного дослідження є розвиток науково-методичних підходів до валютного регулювання в Україні на основі врахування напрямків валютної інтеграції.

Відповідно до мети дисертаційного дослідження були сформовані наступні завдання:

- дослідити сутність, рівні та форми регіональної валютної інтеграції;
- вивчити досвід міжнародного валютно-фінансового співробітництва на регіональному рівні;
- проаналізувати розвиток валютного регулювання в Україні у передкризовий період, період загострення фінансової кризи та протягом посткризового періоду;
- розробити науково-методичні підходи до оцінки доцільності регіональної валютної інтеграції;
- провести оцінку економічної доцільності валютної інтеграції України з країнами СНД;
- проаналізувати напрямки розвитку валютного регулювання в аспекті валютної інтеграції України з країнами СНД;



- дослідити альтернативні підходи до реформування валютного регулювання в Україні у контексті валютної інтеграції з країнами Європи.

Об'єктом дослідження є валютне регулювання в Україні у контексті регіональної валютної інтеграції.

Предметом дослідження є теоретико-методологічні засади та методичні підходи до розвитку валютного регулювання в Україні у контексті регіональної валютної інтеграції.

Методи дослідження. Теоретичною основою дослідження є праці вчених з теорії фінансів та кредиту в ринковій економіці, теоретичні уявлення про валютне регулювання, основні концепції регіональної валютної інтеграції, зокрема теорія «оптимальних валютних зон».

У процесі написання дисертаційної роботи, залежно від її цілей та завдань, використовувалися наступні методи дослідження та аналізу економічних процесів: при визначенні сутності та форм регіональної валютної інтеграції – монографічний, синтезу, при дослідженні досвіду міжнародного валютно-фінансового співробітництва – методи аналізу, індукції та дедукції; при визначенні закономірностей розвитку валютного регулювання в Україні – діалектичний метод; при розробці науково-методичного підходу до оцінки доцільності регіональної валютної інтеграції – коефіцієнтний аналіз та методи кореляційно-регресійного аналізу; при оцінці економічної доцільності валютної інтеграції України з країнами СНД та Євросоюзу – методи порівняння, групувань, вибірок.

Інформаційною базою дослідження є: законодавчі та нормативно-правові акти з питань валютного регулювання та формування інтеграційних міждержавних утворень; статистичні матеріали Національного банку та Державної служби статистики України, Міждержавного статистичного комітету Співдружності Незалежних Держав, Статистичного департаменту ООН, Світового банку, Міжнародного валютного фонду, Організації економічного співробітництва та розвитку. Також використано інформацію, зібрану автором під час особистого вивчення підходів до валютного



регулювання та валютної інтеграції в Росії, Казахстані, Білорусі, у деяких країнах Центральної та Східної Європи, а також у країнах єврозони. Проаналізовано монографічні дослідження та статті зарубіжних та вітчизняних авторів з проблематики дисертаційної роботи.

Наукова новизна одержаних результатів визначається внеском автора у розв'язання актуальної наукової задачі узагальнення теоретичних засад та досвіду валютного регулювання, а також розробки пропозицій і практичних рекомендацій щодо вдосконалення валютного регулювання в Україні на основі врахування потенційних напрямків валютної інтеграції, і полягає в наступному:
вперше:

- сформовано комплексний науково-методичний підхід до визначення пріоритетів розвитку валютного регулювання, який ґрунтується на оцінці можливості регіональної валютної інтеграції держави та передбачає: визначення альтернативних напрямків регіональної валютної інтеграції; формування набору показників та оцінку доцільності регіональної валютної інтеграції; обґрунтування пріоритетних напрямків розвитку валютного регулювання;

удосконалено:

- систему критеріїв класифікації видів регіональної валютної інтеграції, яка, на відміну від існуючих, передбачає використання у якості основного критерію обґрунтованих автором форм регіональної валютної інтеграції, а також врахування додаткових критеріїв класифікації регіональної валютної інтеграції за: ступенем законодавчого закріплення, наявністю міжнародних угод, кількістю країн, географічною близькістю, наявністю лідера, регіоном, етапами реалізації, наявністю спільної валюти, цілями створення та періодом створення;
- наукові підходи до вивчення переваг та недоліків регіональної валютної інтеграції, на основі обґрунтування доцільності їх аналізу у розрізі впливу макроекономічних та мікроекономічних чинників, а також окремого



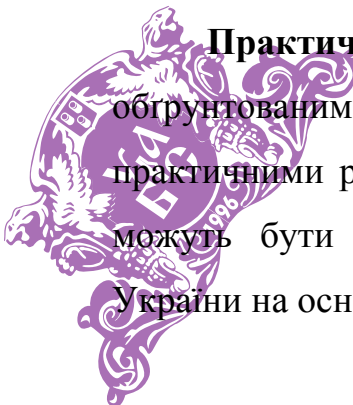
вивчення впливу зовнішніх ефектів; зазначені дослідження передбачали також аналіз часових лагів реалізації визначених переваг та недоліків;

- методичний підхід до формування інструментарію оцінки доцільності регіональної валютної інтеграції, який полягає в обґрунтуванні набору макроекономічних та фінансових показників оцінки номінальної, реальної та структурної конвергенції економік. Запропоновані підходи пройшли апробацію шляхом оцінювання конвергенції України з найбільшими країнами СНД (Російська Федерація, Казахстан, Білорусія) та країнами Євросоюзу (Польща, Угорщина, Чеська Республіка та країни євросони);

набули подальшого розвитку:

- систематизація рівнів валютної інтеграції на основі обґрунтування доцільності виділення глобального (світові валютні системи), регіонального (між групою держав) та мікроекономічного (на рівні окремих суб'єктів господарювання або їх груп) рівнів інтеграції валютних відносин;
- теоретичні засади валютного регулювання та інтеграції на регіональному рівні, зокрема, на основі узагальнення параметрів функціонування основних форм існуючих валютних зон та союзів, обґрунтування основних етапів процесу валютно-фінансової інтеграції в Європі та напрямків створення перспективних валютних союзів;
- науковий підхід до аналізу розвитку валютного регулювання в Україні на основі ретроспективного дослідження заходів Національного банку України щодо валютного регулювання у передкризовий період, період загострення фінансової кризи та протягом посткризового періоду, а також узагальнення напрямків розвитку валютного регулювання в аспекті валютної інтеграції України з країнами СНД у розрізі виділених стадій та етапів даного процесу.

Практичне значення одержаних результатів визначається обґрунтованими положеннями, висновками, запропонованими методами та практичними рекомендаціями, які містяться в дисертаційному дослідженні та можуть бути використані для розвитку системи валютного регулювання України на основі врахування напрямків валютної інтеграції.



Основні наукові результати автора використані у практичній діяльності Національного банку України, зокрема розроблені автором науково-методичні підходи до оцінки доцільності регіональної валютної інтеграції застосовуються Управління НБУ в Черкаській області для аналізу валютних відносин на території даної області та прогнозування ключових тенденцій їх розвитку (довідка № 07-023/3612 від 18.10.2012).

Результати проведеного автором дослідження заходів Національного банку в сфері валютного регулювання у передкризовий період та період загострення фінансової кризи, а також результати узагальнення напрямків розвитку регулювання валютних відносин протягом посткризового періоду використовуються у діяльності філії – Сумське обласне управління АТ “Ощадбанк” для оптимізації внутрішньої нормативної бази, пов’язаної зі здійсненням валютних операцій (довідка від 30.10.2012 № 01-10/1236). Результати аналізу процесу валютної інтеграції країн Співдружності Незалежних Держав, а також висновки автора щодо місця та перспектив України у даному процесі застосовуються ПАТ “КБ “Фінансова ініціатива” для підвищення ефективності реалізації валютної політики банку та оптимізації концептуальних засад управління валютним ризиком (довідка від 20.11.2012 № 327-д).

Одержані автором результати наукового дослідження використовуються у навчальному процесі ДВНЗ “Українська академія банківської справи Національного банку України” при викладанні дисциплін “Міжнародні валютні відносини” та “Міжнародні розрахунки і валютні операції” (акт про впровадження від 24.10.2012).

Особистий внесок здобувача. Дисертаційна робота є самостійним завершеним науковим дослідженням. Наукові положення, розробки, результати, висновки і рекомендації, що виносяться на захист, отримані автором особисто і знайшли відображення в опублікованих працях. З наукових праць, опублікованих у співавторстві, використані лише ті ідеї та положення,



які є результатом власної роботи здобувача. Особистий внесок у працях, опублікованих у співавторстві, вказано у списку публікацій.

Апробація результатів дисертаційної роботи. Основні положення і результати наукового дослідження були оприлюднені та одержали позитивну оцінку на науково-практичних конференціях і семінарах, зокрема: Всеукраїнській науково-практичній конференції «Фінансова політика як складова економічного розвитку» (м. Київ, 2012 р.); Міжнародній науково-практичній конференції «Научные исследования и их практическое применение. Современное состояние и пути развития '2012» (Одесса, 2012); III Міжнародній науково-практичній Internet-конференції студентів та молодих вчених «Стратегії інноваційного розвитку економіки України: проблеми, перспективи, ефективність» (м. Харків, 2012 р.); економічній науковій інтернет-конференції «Реформування економічної системи країни: теоретичні та практичні аспекти» (м. Тернопіль, 2012 р.); IV Міжнародної науково-практичної конференції «Трансформація національних, регіональних та глобальних моделей розвитку» (м. Сімферополь-Ялта, 2012 р.).

Публікації. Основні наукові положення, висновки і результати дослідження опубліковано у 14 наукових працях загальним обсягом 6,84 друк. арк., з яких особисто автору належать 5,77 друк. арк., у тому числі 1 колективна монографія, 7 статей у фахових наукових виданнях, 6 – в інших виданнях.

Структура і зміст роботи. Дисертація складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел і додатків. Загальний обсяг дисертації становить 243 сторінки, у тому числі на 111 сторінках розміщено 47 таблиць, 20 ілюстрацій, 10 додатків і список літератури з 263 найменувань.



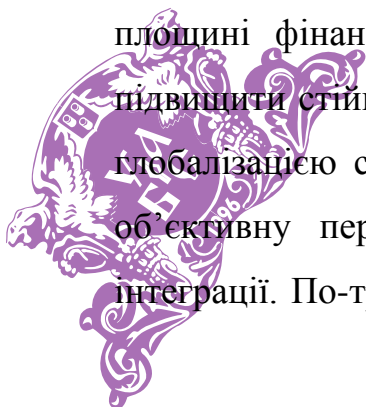
РОЗДІЛ 1.

ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ВАЛЮТНОГО РЕГУЛЮВАННЯ В АСПЕКТІ РЕГІОНАЛЬНОЇ ВАЛЮТНОЇ ІНТЕГРАЦІЇ

1.1 Регіональна валютна інтеграція: сутність, рівні та форми

Прискорення розвитку міждержавних інтеграційних процесів – одна із основних тенденцій трансформації соціально-економічних систем у XXI столітті. Дана тенденція обумовлюється впливом багатьох факторів, ключовими з яких є: науково-технічні (розвиток каналів зв'язку та способів обробки і передачі інформації, зокрема інтернет-технологій; удосконалення транспортного сполучення; реалізація міжнародних наукових проектів і т.д.); економічні (розвиток міжнародної торгівлі, транснаціоналізація виробництва; трудова міграція і т.д.); соціально-політичні (досить ефективне функціонування міжнародних інститутів; відсутність глобальних воєнних конфліктів у другій половині XX століття; глобалізація світоглядної парадигми індивідуумів і т.д.).

Інтеграційні процеси одночасно проходять за декількома взаємопов'язаними напрямками: політичний, соціальний, культурно-етичний, економічний і т.д. У межах економічного напрямку найбільш активно розвивається фінансова, зокрема валютна, інтеграція. Необхідність подальших досліджень даного напрямку інтеграційних процесів обумовлена кількома чинниками. По-перше, циклічністю розвитку економічних процесів, зокрема кризових явищ, основні чинники яких, останніх часом, переважно лежать у площині фінансових відносин. Як наслідок, фінансова інтеграція повинна підвищити стійкість національних економічних систем. По-друге, все більшою глобалізацією соціально-економічного середовища життя людей, що створює об'єктивну передумову для інтенсифікації фінансової, зокрема валютної, інтеграції. По-третє, достатнє науково-теоретичне обґрунтування та практичне



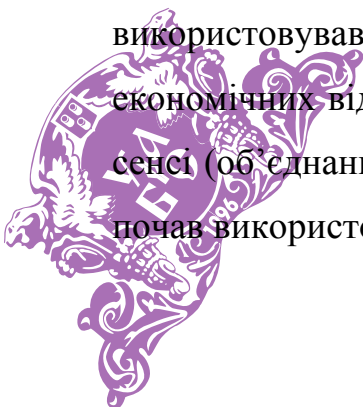
підтвердження можливості отримання економічних переваг від валютної інтеграції дозволяє використати апробований інструментарій для практичної реалізації інтеграційних процесів.

Прояви економічної інтеграції (такі як, наприклад, зниження бар'єрів для міжнародної торгівлі) є об'єктом дискусій серед економістів щонайменше з часів Адама Сміта [1]. Серед найбільш відомих комплексних досліджень з теорії економічної інтеграції доцільно виділити праці Дж. Вінера (1950 р., 1972 р.) [2, 3], Г. Мюрдаля (1956 р.) [4], Дж. Тінбергена (1965 р.) [5], Г. Джонсона (1972 р.) [6], Ф. Махлупа (1976 р.) [7], Б. Баласса (1976 р.) [8], П. Кінена (1976 р.) [9], Дж. Брокера (1988 р.) [1], Х. Флама (1992 р.) [10] та ін.

Розглянемо визначення поняття «економічна інтеграція», які наводяться у довідниково-енциклопедичній літературі економічного спрямування. Так, у економічному словнику за редакцією А.Н. Азриліяна зазначається, що економічна інтеграція передбачає наближення та взаємоприспосовування окремих національних господарств [11, с. 311].

У інтернет-енциклопедії під економічною інтеграцією (economic integration) розуміється уніфікація економічної політики між різними державами шляхом часткової або повної відміни тарифних та нетарифних обмежень на торгівлю між ними [12]. З нашої точки зору, таке розуміння є занадто вузьким, оскільки обмежує економічну інтеграцію виключно сферою торгівлі. У інших джерелах наводяться більш широкі трактування даного поняття. Наприклад, економічна інтеграція трактується як формування стійких всебічних зв'язків між національними господарствами двох чи більшої кількості країн [13, с. 208].

Вважається, що спочатку термін «економічна інтеграція» використовувався для характеристики різних форм співпраці між суб'єктами економічних відносин (вертикальна та горизонтальна інтеграція). У поточному сенсі (об'єднання окремих економік у великі економічні регіони) даний термін почав використовуватись з 30-х років ХХ століття [12].

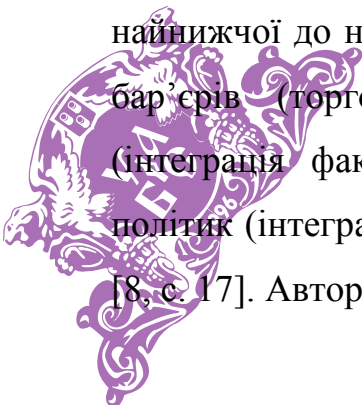


У даному контексті В.Г.Чаплигін наголошує, що «на відміну від співпраці, що розуміється як посилення міждержавних зв'язків без передачі повноважень, без формування наднаціональної системи, в процесі інтеграції при зрощуванні економік держав, відбувається формування наднаціональної системи, яка характеризується двома тенденціями: знищенням перешкод на шляху створення єдиного економічного простору і здійсненням спільних дій, спрямованих на досягнення загальних цілей» [14, с. 15].

Основна ціль економічної інтеграції полягає у підвищенні добробуту громадян країн, що беруть участь у даному процесі. Дана ціль досягається шляхом збільшення обсягів торгівлі між країнами-членами економічних об'єднань, що сприяє росту їх ВВП. Інша ціль країн, що беруть участь у економічній інтеграції полягає у забезпеченні регіональної та глобальної конкурентоспроможності, так як товари та послуги вироблені у країнах поза економічних блоків при інших рівних умовах будуть дорожчими. Зазначені чинники сприяють інтенсифікації економічної інтеграції на глобальному рівні шляхом формування континентальних економічних блоків: АСЕАН (ASEAN), НАФТА (NAFTA), Європейський Союз (European Union); а також обговорення доцільності формування міжконтинентальних економічних блоків: Економічне Співробітництво для Східної Азії (Economic Partnership for East Asia), Трансатлантична Зона Безмитної Торгівлі (Transatlantic Free Trade Area).

Отже, не зважаючи на певний плюралізм, підходи до визначення змісту економічної інтеграції досить подібні. Кожен з них вказує на досить складну структуру економічної інтеграції, яка передбачає інтеграційні процеси у межах окремих сфер економічної діяльності ключовими з яких є торгівля та фінанси.

Так, на думку Б. Баласси поступове посилення економічної інтеграції з її найнижчої до найвищої форми здійснюється шляхом скасування торговельних бар'єрів (торгова інтеграція), лібералізації руху факторів виробництва (інтеграція факторів виробництва), гармонізації національних економічних політик (інтеграція політик), і повне об'єднання цих політик (повна інтеграція) [8, с. 17]. Автор вважає, що дана концепція є універсальною та характерною для



14
інтеграційних процесів, що протікають як між країнами з розвинутою ринковою економікою так і між країнами, що розвиваються.

Відповідно до концепції, розробленої Б. Баласом, у економічній літературі традиційно виділяють п'ять стадій економічної інтеграції 1) зона вільної торгівлі; 2) митний союз; 3) спільний ринок; 4) економічний союз, 5) економічний та валютний союз [11, 15, 16]. Дані стадії визначають різницю у рівні уніфікації економічної політики держав-учасниць інтеграційних процесів.

Зона вільної торгівлі (free trade area, FTA) формується внаслідок часткового або повного скасування, як мінімум, двома країнами митних тарифів та квот при взаємній торгівлі товарами, виробленими на їх території. При цьому, кожна з країн зберігає власну систему тарифів та квот щодо товарів, вироблених на території країн, що не входять до зони вільної торгівлі. Загальна мета даного об'єднання полягає у створенні порівняльних переваг і досягненні позитивного ефекту масштабу.

Митний союз (customs union) передбачає встановлення уніфікованих тарифів та квот для зовнішньої торгівлі не з країнами-учасницями союзу. Створення митних союзів є ефективним інструментом вирішення проблеми реекспорту. Спільний ринок (common market) додатково до зони вільної торгівлі передбачає вільне переміщення послуг, капіталу та трудових ресурсів в межах країн-учасниць з метою посилення порівняльних переваг і позитивного ефекту масштабу. Економічний союз (economic union) передбачає створення спільного ринку із значним ступенем координації національних економічних політик та/або гармонізації відповідного законодавства країн-учасниць [16]. Економічний та валютний союз (economic and monetary union) передбачає додаткову уніфікацію валютної політики, зокрема шляхом введення спільної валюти.

З нашої точки зору, традиційний підхід достатньо вдало набув подальшого розвитку у [12], де виділяються сім стадій економічної інтеграції:

1) преференції у торгівлі; 2) зона вільної торгівлі, валютний союз; 3) митний союз, спільний ринок; 4) економічний союз, митний та валютний союз;



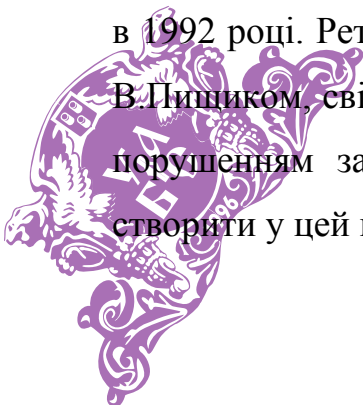
5) економічний та валютний союз; 6) фінансовий союз; 7) повна економічна інтеграція.

У даному контексті фінансовий союз (fiscal union) передбачає реалізацію спільної фінансової та бюджетної політики. Зазначається, що для завершення економічної інтеграції зазвичай уніфікують інші види економічної політики, відмінюють усі торгові бар'єри, формують наднаціональні інститути і поступово наближаються до створення політичного союзу (political union), який являє собою потенційно найбільш передову форму інтеграції із загальним урядом.

На основі проведеного дослідження можна стверджувати, що одним із ключових напрямків фінансової складової економічної інтеграції є валютна інтеграція. При цьому питання щодо місця валютної інтеграції у послідовному генезисі економічної інтеграції є дискусійним.

Більшість економістів традиційно розглядають валютну інтеграцію (зокрема, створення валютного союзу) як одну з найвищих стадій економічної інтеграції і наполягають на прерогативі міждержавної економічної конвергенції, що передбачає первинність збіжності економічних структур і відносин, так як симетричний економічний розвиток, на їх думку, є запорукою успішного функціонування валютного об'єднання [15-20].

Так, у роботі представників НБУ [20] зазначається, що світовий досвід свідчить, що форсований перехід до більш зрілих стадій інтеграційного процесу без завершення попередніх етапів і порушення балансу ринкового і регулюючого джерел може призвести до ризику провалу валютної інтеграції. Наприклад, на початкових етапах становлення європейського інтеграційного об'єднання держави-учасниці ставили перед собою завдання створити єдиний ринковий простір з різними конкурентними можливостями, яке було досягнуто в 1992 році. Ретроспективний аналіз, який проводився російським дослідником В.Пищиком, свідчить про те, що валютна інтеграція 1957- 1992 рр. проходила з порушенням зазначених закономірностей, які призвели до невдалих спроб створити у цей період (у 1971 та 1979 рр.) валютний союз [19].



Однак, розглянута позиція не є аксіомою. Так, М.С. Любський вважає, що «активізація валютно-фінансового чинника є необхідним і ефективним каталізатором більш успішного руху на шляху економічної інтеграції» [21]. Автор поділяє думку В.Р. Євстігнєєва, який звернув увагу на те, що «валютный союз не вырастает из интеграции финансовых рынков, а институциональная форма единой денежной системы не вырастает, в свою очередь, из менее жестких элементов валютного союза. Напротив, развитие каждой формы финансовой интеграции снижает практическую вероятность развития новых её форм» [22].

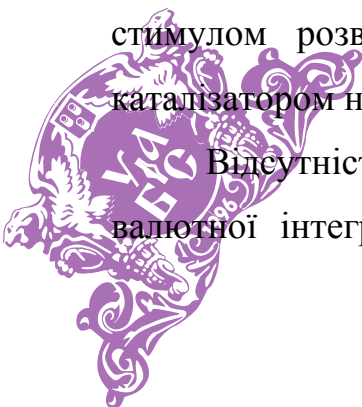
У економічній енциклопедії [23, с. 141] наголошується, що «власне інтеграційний процес починається на стадії створення валютного союзу, країни-учасниці якого координують свою економічну політику і створюють відповідні спільні інститути для зменшення взаємних відхилень курсів власних валют і переходу до регіональної валюти».

Цікавим, з нашої точки зору є той факт, що зазначена точка зору (щодо первинності валютної інтеграції) є найбільш поширеною у наукових працях, присвячених дослідженню інтеграційних процесів на території СНД.

Ряд дослідників [24-27], відстоюючи тезу про необхідність і первинність політичної інтеграції над загальноекономічною інтеграцією (а тим більше над валютною), стверджують, що національна валюта є вираженням національного суверенітету, а тому валютна інтеграція (реорганізація) може бути виправдана, якщо супроводжується глибоким політичними змінами.

На нашу думку, наявність політичної волі є необхідною, однак не достатньою умовою економічної інтеграції. Виходячи з цього, у залежності від конкретних історичних умов політична воля може слугувати як первинним стимулом розвитку процесів економічної інтеграції, так і виступати їх каталізатором на певному етапі вже існуючих інтеграційних змін.

Відсутність серед економістів консенсусу щодо визначення місця валютної інтеграції у процесі економічної інтеграції може бути пояснена,



зокрема, термінологічною неузгодженістю щодо розуміння сутності валютної інтеграції.

Так, В.Г. Чаплигін розуміє валютну інтеграцію як «етап інтернаціоналізації взаємодії макrorівневих систем, що спирається і на загальну економічну лібералізацію, і на жорстке структурування національних (регіональних) кредитних і валютних систем [14, с. 27].

А.А. Кодзасова під валютно-фінансовою інтеграцією розуміє це економічний процес об'єднання фінансових, кредитних, грошових, валютних систем і ринків окремих країн на основі функціонування національних валют з перспективою їх заміни на єдину валюту і створення наднаціональних фінансово-кредитних регулюючих інститутів, що здійснюють єдину фінансову та грошово-кредитну політику [15].

У російських економічних словниках [11, с. 311; 28, с. 87] досить поширеним є підхід до трактування валютної інтеграції як об'єктивно обумовленого процесу створення регіональних зон у межах яких забезпечується відносно стабільне співвідношення курсів валют, спільне регулювання валютних взаємовідносин країн-учасниць та єдина валютна політика відносно третіх країн.

Подібне, але більш розширене, визначення валютної інтеграції також зустрічаємо у вітчизняній енциклопедичній літературі: «валютна інтеграція – створення регіональних зон, у межах яких забезпечується відносно стійке співвідношення курсів національних валют або поступова їх заміна регіональною валютою, а також єдина валютна політика щодо інших країн і спільне врегулювання валютних відносин країн-учасниць» [23, с. 141].

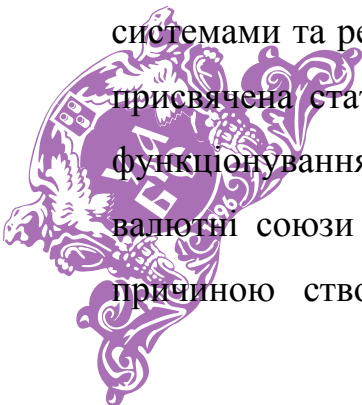
Таким чином, у кожному із наведених вище визначень, валютна інтеграція розглядається лише на регіональному рівні, як процес уніфікації валютних відносин у межах регіональних зон. На нашу думку, даний підхід необґрунтовано звужує поняття валютної інтеграції, оскільки інтеграційний процес також доцільно розглядати на глобальному та мікроекономічному рівнях.



Отже, ми пропонуємо визначити три основні рівні валютної інтеграції: глобальний (світові валютні системи), регіональний (між групою держав) та мікроекономічний (на рівні окремих суб'єктів економічних відносин або їх груп). Обґрунтуємо доцільність виділення наведених вище рівнів валютної інтеграції шляхом дослідження видів валютних систем. У довідково-енциклопедичній літературі з економіки визначається три види валютних систем: національна, регіональна та світова [28, с. 88; 29, с. 53]. Зробимо логічне припущення, що інтеграційні процеси можуть спостерігатись у межах кожної із зазначених систем. Приймаючи до уваги, що під валютною системою розуміють сукупність економічних і правових відносин пов'язаних з функціонуванням валюти, стає очевидним, що інтеграційні тенденції можуть бути притаманні даним відносинам на внутрішньодержавному (національному), на міждержавному (регіональному) та на глобальному (світовому) рівнях. Дана точка зору корелює з позицією Ф. Махлупа, який виділяє внутрішньодержавний (intranational), багатонаціональний (multinational) та всесвітній (worldwide) рівні інтеграції [7].

Як зазначалось вище, глобальний рівень валютної інтеграції представлений світовими валютними системами, які визначають порядок реалізації економічних та правових відносин пов'язаних із функціонуванням валюти на глобальному (світовому) рівні. Існувало чотири світові валютні системи: Паризька (1870-1914 рр.); Генуезька (1922-1940 рр.); Бреттон-Вудська (1945-1976 рр.) та Ямайська (починаючи з 1976 р.). Особливості кожної світової валютної системи досить детально розглянуті у науковій літературі і не потребують додаткового дослідження.

Нас, перш за все, цікавить взаємозв'язок між світовими валютними системами та регіональними формами валютної інтеграції. Даній проблематиці присвячена стаття А.І. Почепецької [30]. На основі ретроспективного аналізу функціонування валютних зон та валютних систем автор робить висновок, що валютні союзи рідко розпадались через зміну валютних систем, а основною причиною створення та припинення функціонування валютних союзів є

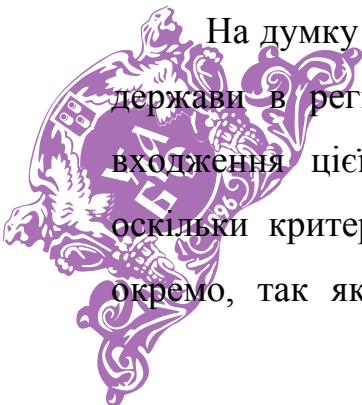


політичні та економічні чинники. На нашу думку, даний висновок є досить поверхневим та загальним. Дійсно, аналіз часових меж функціонування валютних систем та валютних зон (союзів) вказує на низьку їх взаємозалежність. Однак, цілі, порядок формування та функціонування регіональних інтеграційних утворень безпосередньо залежить від діючої валютної системи. На підтвердження даної тези наведемо твердження дослідників [31], що регіональна валютна інтеграція є підсистемою світової валютної системи.

Міждержавна (регіональна) валютна інтеграція найбільш детально розглядається у економічній літературі. Зміст регіональної валютної інтеграції полягає у формуванні об'єднань серед обмеженого кола країн-учасниць. Деякі автори зазначають, що регіональна валютна інтеграція передбачає створення регіональних валют [32]. На нашу думку, дане твердження необґрунтовано спрощує процес формування інтеграційних валютних утворень на регіональному рівні. О.В. Булатова, Т.В. Марена також зазначають [32], що введення нової спільної валюти не є обов'язковою ознакою регіональної валютної інтеграції. Дані автори також зазначають, що валютна інтеграція передбачає послідовну реалізацію трьох основних етапів організації валютних відносин: гармонізацію, координацію та уніфікацію. Більш детально форми та види регіональної валютної інтеграції будуть розглядатись нами нижче.

Формування валютних інтеграційних утворень на регіональному рівні тісно пов'язане з процесами глобалізації та регіоналізації світової економічної системи, які знаходяться у діалектичному взаємозв'язку. Роль глобалізаційних та регіоналізаційних трендів при формування нової конфігурації світової економічної системи досить ґрунтовно розглянута у роботі Л.З. Зевіна [33].

На думку В.Г. Чаплигіна, на певному етапі економічного розвитку участь держави в регіональному валютному угрупованні є більш доцільним, ніж входження цієї ж держави в «широке» міжнародне валютне об'єднання, оскільки критерії конвергенції можуть бути м'якшими для кожної держави окремо, так як «підтягувати невелике об'єднання до великого легше, ніж

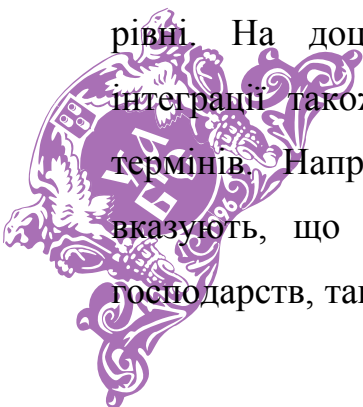


включати в об'єднання країни поодиноці». На нашу думку, додатковим стимулом формування валютних інтеграційних утворень саме на регіональному рівні є те, що торговельні і фінансові взаємовідносини найбільш розвинені у країн, що знаходяться в одному регіоні. Крім того регіональні валютні союзи представляють собою менш кардинальну зміну існуючого фінансового порядку, ніж єдина світова валюта, їх легше здійснити в технічному, політичному і соціальному відношенні.

Валютна інтеграція на мікроекономічному рівні проявляється шляхом співробітництва у сфері валютних відносин окремих суб'єктів господарювання або їх груп. Причому дане співробітництво може бути двох типів: внутрішньонаціональне (суб'єкти економічних відносин є резидентами однієї країни) та міжнародне (суб'єкти економічних відносин є резидентами різних країн).

Інтеграційні процеси у сфері валютних відносин на мікроекономічному рівні істотно відрізняються від регіональної та світової валютної інтеграції. Основна відмінність полягає у тому, що на мікроекономічному рівні не розглядається проблематика інтеграції систем валютних відносин двох держав чи окремих їх елементів, а визначаються способи спільної економічної діяльності у межах існуючої валютної системи. Таким чином, мікроекономічну валютну інтеграцію не можна вважати процесом повністю порівняним із процесом регіональної та глобальної валютної інтеграції.

З іншого боку, можна навести ряд аргументів для підтвердження доцільності виділення даного рівня валютної інтеграції. По-перше, як зазначалось вище, саме поняття економічної інтеграції було впроваджено та набуло поширення у контексті економічних відносин на мікроекономічному рівні. На доцільності врахування мікроекономічного рівня економічної інтеграції також наголошується у деяких сучасних словниках економічних термінів. Наприклад, Б.А. Райзберг, Л.Ш. Лозовский та Е.Б. Стародубцева вказують, що економічна інтеграція має місце як на рівні національних господарств, так і між окремими суб'єктами господарювання [29, с. 154]. Отже,



виділення мікроекономічного рівня валютної інтеграції є етимологічно обґрунтованим. По-друге, як слідує із наведених вище визначень, зміст економічної (валютної) інтеграції полягає в уніфікації та наблизенні підходів щодо реалізації економічних (валютних) відносин. На нашу думку, зміст валютної інтеграції на мікроекономічному рівні також можна трактувати як уніфікацію та координацію способів реалізації валютних відносин.

Прикладом мікроекономічної валютної інтеграції, на нашу думку, може слугувати створення реінвойсингових центрів з метою централізованого аналізу, нетингу (взаємозаліку різноспрямованих, але виражених в одній валюті грошових потоків між окремими структурними підрозділами) та хеджування усіх валютних ризиків, що виникають у ході міжнародних операцій транснаціональних корпорацій.

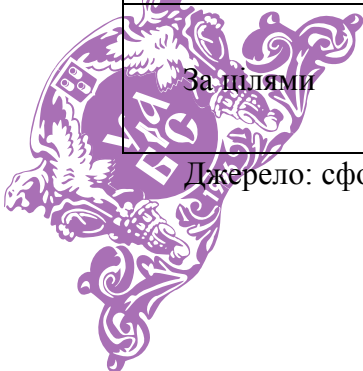
Порівняльний аналіз рівнів валютної інтеграції наведено у таблиці 1.1. Зазначимо, що регіональна валютна інтеграція займає проміжне місце між глобальною та мікроекономічною інтеграцією. Найбільш чітко проміжний характер регіональної валютної інтеграції проявляється за учасниками та строками функціонування інтеграційних утворень.

Таблиця 1.1

Порівняльний аналіз рівнів валютної інтеграції

Класифікаційна ознака	Рівні валютної інтеграції		
	глобальний	регіональний	мікроекономічний
За учасниками	Усі країни світу	Група країн	Окремі учасники економічних відносин або їх групи
За способом формалізації	Підписання багатостороннього договору	Неофіційна або формалізована у вигляді міждержавних договорів	Переважно формалізується шляхом підписання договорів між учасниками економічних відносин
За строками функціонування	Довгостроковий період: декілька десятиліть	Середньо- або довгостроковий період	Коротко- або середньостроковий період
За цілями	Визначення світового порядку організацій валютних відносин	Економічні та політичні цілі групи країн	Економічні цілі суб'єктів господарювання

Джерело: сформовано автором



Далі розглянемо види регіональної валютної інтеграції. Ключовим критерієм класифікації, на нашу думку, є спосіб формалізації валютної інтеграції. Однак незважаючи на значне поширення даного критерію у вітчизняній та закордонній науковій літературі, універсального підходу щодо виділення форм регіональної валютної інтеграції наразі не розроблено, про що свідчать дані таблиці 1.2.

Таблиця 1.2

Підходи щодо виділення форм регіональної валютної інтеграції

№ з/п	Форми валютної інтеграції	Представники
1.	1) погодження та координація окремих напрямків, форм та інструментів грошово-кредитного та валютного регулювання (на односторонній та багатосторонній основі); 2) введення у одній країні грошової одиниці іншої країни (зокрема офіційна або напівофіційна доларизація); 3) створення валютних союзів із паралельним використанням спеціально створеної нової розрахункової одиниці, валюти однієї з держав-членів або однієї з світових валют; 4) створення валютних союзів із паралельним використанням національних валют країн-учасниць на території всього об'єднання; 5) створення валютних союзів із вилученням національних валют країн-учасниць та використанням спільної валюти.	О.В. Булатова, Т.В. Марена [31]
2.	1. Валютні зони: 1) взаємна угода між незалежними державами про використання їх національних грошових одиниць як паралельних платіжних засобів на території кожного з них; 2) взаємна угода між незалежними державами про перехід на грошову одиницю однієї з них; 3) об'єднання з колективною розрахунковою одиницею, яка існує нарівні з національними грошима держав-членів; 4) економічний і валютний союз з єдиною валютою, яка замінює собою національні грошові одиниці країн-членів; 5) односторонні рішення держави про заміну національної грошової одиниці валютою іншої держави. 2. Стабілізація валютних курсів. 3. Системи транскордонних розрахунків (неттингові (багатосторонній кліринг) і системи бруто розрахунків).	О.В. Буторіна [34], А.А. Кодзасова [15]
3.	1) валютна рада (currency board); 2) валютний союз (monetary union); 3) офіційна доларизація (formal dollarization).	П. Кінен [35]
4.	1) взаємодія в галузі організації взаємних платежів і розрахунків; 2) співробітництво зі стабілізації обмінних курсів національних валют; 3) об'єднання в рамках валютного союзу.	Л.І. Хомякова [36], Г. Шагалов [37]

Джерело: сформовано автором

Питання щодо виділення платіжного союзу, як окремої форми валютної інтеграції, залишається дискусійним. Так, російські науковці Л.І. Хомякова [36] та Г. Шагалов [37], пропонують виділення такої форми валютної інтеграції, як взаємодія в галузі організації взаємних платежів і розрахунків. І.Н. Люкевич як третій етап, «необхідний для формування валютного регіону та введення в обіг регіональної валюти», розглядає «створення системи взаєморозрахунків у національних валютах» [38, с. 81].

Однак у [23, с. 141] зазначається, що валютна інтеграція є передумовою розвитку інтеграції інших сфер національної економіки, а створення платіжних союзів – об'єктивна передумова валютної інтеграції. Тобто з даної точки зору платіжний союз не вважається формою валютної інтеграції, а є лише її передумовою. Виходячи з цього виникає об'єктивна необхідність дослідження сутності економічної категорії «платіжний союз» (табл. 1.3).

Таблиця 1.3

Підходи щодо визначення сутності платіжного союзу

№ з/п	Сутність платіжного союзу	Джерела
1.	Добровільне об'єднання держав шляхом укладання двосторонніх та багатосторонніх угод з метою забезпечення безперервності розрахунків у режимі використання взаємної конвертованості національних валют і формування на цій основі платіжної системи (у т.ч. в колективній валюті).	[39]
2.	Угода двох або більше країн про об'єднання своїх валютних резервів.	[40]
3.	Міждержавна мультивалютна фінансова система, що знімає обмеження на використання в якості платіжних засобів національних валют при поточних операціях і характеризується допуском на внутрішній валютний ринок банків-нерезидентів, створенням стабілізаційних фондів для регулювання курсових співвідношень та іншими пільгами для учасників угоди.	[41]
4.	Особливі пільгові системи валютних, розрахункових і відповідних їм кредитних відносин, оформлені міждержавними угодами в рамках групи країн.	[11]
5.	Особлива система валютних (розрахункових) і відповідних їм кредитних відносин в рамках групи країн, оформлена міжнародною угодою (як правило, платіжною угодою).	[42]

Джерело: сформовано автором

З результатами проведеного дослідження пропонуємо виділити наступні риси, характерні для платіжних союзів:



1) нівелювання валютних обмежень при проведенні взаємних розрахунків між країнами-учасницями [11, 41, 43];

2) валютою платежів служить грошова одиниця однієї з країн-учасниць або валюта третьої країни, або міжнародна (регіональна) розрахункова валютна одиниця [11, 39, 43];

3) розрахунки здійснюються через спеціально створені міжнародні (регіональні) банки центральні банки, уповноважені банки чи фонди [11, 39, 40, 43];

4) надання взаємної кредитної допомоги країнам-боржникам з метою погашення сальдо багатосторонніх розрахунків [11, 43];

5) створення спеціального стабілізаційного фонду шляхом об'єднання частини валютних резервів країн-учасниць з метою здійснення кредитування клірингового сальдо до його повної конверсії, а також іншого кредитування [11, 40];

6) координація політики держав-учасниць по відношенню до третіх країн та міжнародних кредитних організацій [40, 43, 44]

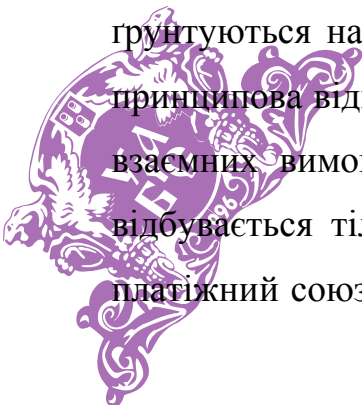
В рамках платіжних спілок застосовуються зазвичай такі системи розрахунків [11]:

1) у вільно конвертованій валюті з періодичної конверсією клірингового сальдо (понад встановлений ліміт) в ліквідну валюту;

2) у національних валютах з конверсією сальдо (понад встановлений ліміт) у вільно конвертовану валюту;

3) у вільно конвертованій валюті по кожній угоді по «валютних» товарах (наприклад, нафта) та клірингові розрахунки по інших товарах.

При цьому у [43] наголошується, що хоча кліринговий і платіжний союз ґрунтуються на багатосторонньому валютному клірингу, між ними є все-таки принципова відмінність. Так, кліринговий союз заснований виключно на заліку взаємних вимог і зобов'язань і врегулювання сальдо взаємних розрахунків відбувається тільки шляхом здійснення додаткових поставок. У свою чергу, платіжний союз певною мірою компенсує цей недолік клірингового союзу, так



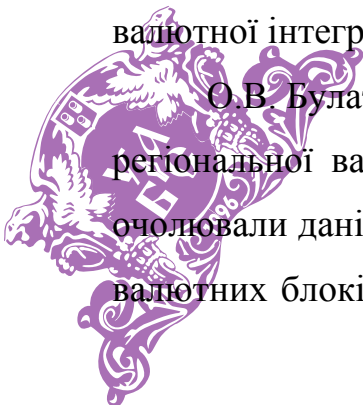
як сальдо по проведеним в його рамках операцій покривається взаємними банківськими кредитами або через спеціальний фонд, створений за рахунок внесків країн-учасниць.

Таким чином, результати проведеного дослідження свідчать, що платіжний союз доцільно розглядати як форму регіональної валютної інтеграції, оскільки він у певній мірі передбачає уніфікацію та координацію способів реалізації валютних відносин між країнами. У свою чергу, ми не можемо погодитися з позицією О.В.Буторіної [34], А.А.Кодзасової [15], які виділяють таку форму валютної інтеграції, як система транскордонних розрахунків (неттингові (багатосторонній кліринг) і системи бруто-розрахунків).

Найбільш успішною спробою міждержавного співробітництва для досягнення стабілізації валютних курсів стала взаємодія країн-членів ЄЕС. Система стабілізації взаємних курсів європейських валют була «запущена» в дію в 1972 р. («європейська валютна змія»). В системі фіксувалися курси валют між країнами-учасницями. Фактично в Європі вона замінила Бреттон-Вудську валютну систему. У 1979 р. «валютна змія» була замінена механізмом валютних курсів (МВК), який і проіснував аж до створення Європейського валютного союзу в 1999 р. [37, с. 3-4].

Як зазначає А.А.Кодзасова, «стабілізація валютних курсів може здійснюватися через: збільшення спільного пулу золотовалютних резервів, розширення меж допустимих коливань валют, введення двосторонніх інтервенцій і сигнальних курсів і т. д.» [15]. Таким чином, аналіз таких сутнісних рис співробітництва зі стабілізації обмінних курсів національних валют підтверджує доцільність виокремлення його як форми регіональної валютної інтеграції.

О.В.Булатова, Т.В.Марена зазначають, що початковими формами регіональної валютної інтеграції, які ґрунтувались на домінуванні країн, що очолювали дані об'єднання, були валютні блоки та валютні зони. Так, у рамках валютних блоків (стерлінгового (1931 р.), доларового (1933 р.), золотого (1933



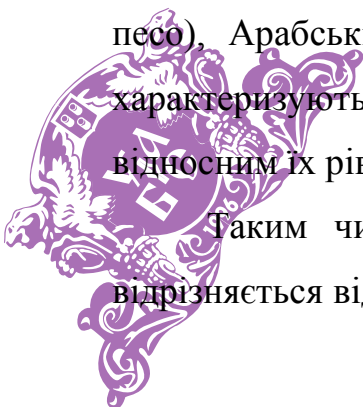
р.) курс валют всіх країн блоку прикріплювався до валюти країни, яка очолювала блок; міжнародні розрахунки країн-членів здійснювалися у валюті країни-лідера; валютні резерви країн-учасниць зберігалися в країні-лідері [31, с. 117].

Більшість науковців [11, с. 278; 23 с. 149; 28, с. 87; 29, с. 52; 45, с. 127; 46, с. 216] основною характеристикою валютної зони вважають нерівноправний порядок її формування: країни-учасниці зони використовують валюту основної (великої та економічно розвиненої) країни як засіб для здійснення міжнародних та інших розрахунків, або жорстко фіксують курс національної валюти до курсу валюти країни-лідера. Крім того, країни-учасниці зони повинні виконувати певні спільні правила валютних відносин, які не можуть змінюватись без погодження з країною-лідером.

Окремі автори наводять також додаткові характеристики валютних зон. Зокрема, акцентується на виконанні валютою країни-лідера як функції засобу платежу, так і резервної функції, причому валютні резерви країн учасниць зони переважно зберігаються у фінансових установах країни-лідера [28, с. 87; 29, с. 52; 45, с. 127; 46].

Інші дослідники наголошують на історичних аспектах формування валютних зон. Зокрема у енциклопедії банківської справи [45, с. 127] вказується, що найбільших валютних зон три: доларова зона, зона євро (раніше зона французького франку) та стерлінгова зона. Дані зони переважно склалися внаслідок розпаду колоніального устрою, а характерна їх особливість полягає у відсутності безпосередньої географічної близькості між країнами-учасниками даної зони. Наприкінці ХХ століття активізувався процес створення валютних зон з країн, що розвиваються: Латинська Америка (антське песо), Арабські країни (арабський динар) [23, с. 149]. Дані валютні зони характеризуються безпосередньою географічною близькістю країн-учасниць та відносним їх рівноправ'ям.

Таким чином, сучасне використання поняття «валютна зона» дещо відрізняється від особливостей його використання у ХХ столітті. Зокрема, деякі



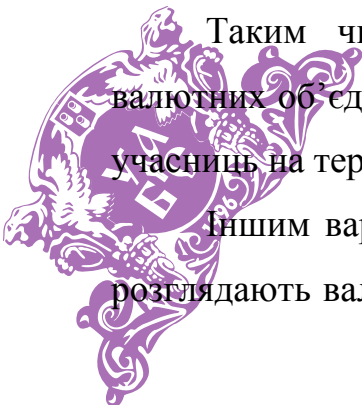
науковці вважають, що сучасне значення даного терміну є більш широким та охоплює різні типи регіональних валютних об'єднань, які можуть диференціюватись від вільних асоціацій з окремими національними механізмами грошового регулювання до об'єднань із спільною валютою [31].

Дискусійним залишається питання щодо режиму використання валют у межах валютної зони. А.А. Кодзасова зазначає, що найпростіші валютні зони виникли ще в VI ст. до нашої ери, коли міста-держави Стародавньої Греції уклали між собою угоди, що дозволяли використання їх монет як паралельних платіжних засобів на території двох або більше полісів [15]. Автор вважає, що «паралельне застосування грошових знаків характерно лише для епохи повноцінних (металевих) грошей. При нерозмінних паперових грошах цей інструмент втрачає ефективність і відповідно поширення». Однак зазначимо, що скасування обмежень на використання валют країн-учасниць резидентами і нерезидентами в розрахунках на території всього інтеграційного об'єднання (у т. ч. і в готівкових розрахунках) лежить в основі концепції конкуренції національних валют, розробленої нобелівським лауреатом Ф. Хайєком [48].

Згідно з позицією Ф. Хайєка, якщо економічні гравці всіх країн інтеграційного угруповання отримають можливість вільно вибирати валюту, яку вони хочуть використати як засіб обміну, міри вартості або засоби заощадження вартості, в результаті буде обрана валюта, яка найбільшою мірою відповідає їх уподобанням, тобто володіє найбільшою стабільністю і кращою «репутацією». В результаті відбудеться гармонізація ex post – центральний банк, який запропонував «кращу валюту», автоматично стане центральним банком всього інтеграційного об'єднання [49].

Таким чином, існує розроблена теоретична основа для створення валютних об'єднань із паралельним використанням національних валют країн-учасниць на території всього об'єднання.

Іншим варіантом створення валютних об'єднань дослідники [15, 31, 34] розглядають валютні зони із паралельним використанням спеціально створеної



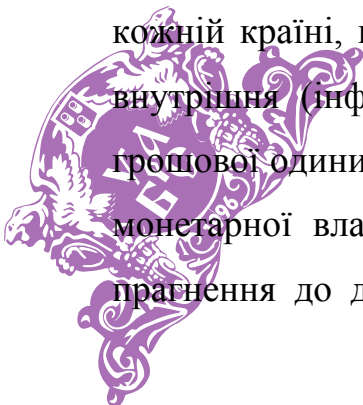
28
нової розрахункової одиниці, валюти однієї з держав-членів або однієї з світових валют нарівні з національними грошима держав-учасниць. Прикладом такої ситуації може виступати використання СПЗ, ЕКЮ, та євро (до моменту запровадження його у готівковий обіг).

Деякі дослідники теорії валютних зон [14, 50] наголошують, що валютна зона повинна розглядатися як зона домінування виключно однієї валюти, яка здатна на всій території зони виконувати всі функції грошей (в т.ч. функцію грошей як засобу платежу і функцію грошей як засобу обігу). Інші науковці [16, 26, 51, 52] розглядають валютну зону як географічний регіон являє собою географічну область з єдиною валютою або спектром валют, чії курси безповоротно зафіксовані один до одного і змінюються синхронно щодо валют інших країн.

Домінування однієї валюти може закріплюватися внаслідок введення у одній країні грошової одиниці іншої країни (зокрема офіційна або неофіційна доларизація) або введенням єдиної валюти, яка замінює собою національні грошові одиниці країн-членів. Доларизація включає в себе і процес заміщення валют, коли іноземну валюту застосовують для здійснення платежів, і заміщення активів, коли іноземна валюта стає, в першу чергу засобом, заощадження.

Під доларизацією зазвичай розуміють ситуацію, коли резиденти країни тримають частину своїх активів в іноземній валюті та активах, деномінованих в іноземній валюті (не обов'язково у доларах США). При цьому може відбуватися офіційно (шляхом законодавчого закріплення іноземної валюти, як офіційної грошової одиниці) або неофіційно.

Неофіційна валютна інтеграція у тій чи іншій мірі існує практично у кожній країні, що розвивається. Основними причинами цього явища є значна внутрішня (інфляція) та зовнішня (девальвація) нестабільність національної грошової одиниці; відкритість економіки; низький рівень довіри до вітчизняної монетарної влади; невизначеність щодо перспектив економічного розвитку; прагнення до диверсифікації активів шляхом вкладень у іноземну валюту в



умовах нерозвиненості інших ланок фінансового ринку, а відповідно – відсутності альтернативних напрямків для інвестування тощо.

Доларизація може відбуватися з офіційного дозволу країни-емітента валюти (формально) або без такого дозволу (неформально).

У свою чергу, політичне рішення про офіційну (повну) доларизацію зазвичай виступає результатом аналізу переваг і недоліків фактично існуючого рівня неофіційної (часткової) доларизації.

На думку Дж. Франкеля режими валютних курсів можна проранжувати у порядку посилення їх фіксації наступним чином [25]:

- 1) Вільно плаваючий (free floating) – характеризується відсутністю регулярних інтервенцій на валютному ринку;
- 2) Кероване плавання (managed float) – характеризується відсутністю певної орієнтиру при курсоутворенні;
- 3) Цільові зони або групи (target zone, or band) – характеризується наявністю межі коливань навколо деякого центрального паритету;
- 4) Прив'язка до кошика (basket peg) – визначається як фіксація по відношенню не до однієї валюти, а до кошику валют;
- 5) Повзуча прив'язка (crawling peg) – характеризується заздалегідь оголошеною політикою поступової девальвації курсу національної валюти;
- 6) Регульована прив'язка (adjustable peg) – характеризується фіксацією обмінного курсу, але без відкритого зобов'язання протистояти девальвації або ревальвації, в присутності значної незгодженості платіжного балансу;
- 7) «Дійсно фіксована» прив'язка («truly fixed» peg) – визначається як фіксація з метою міцного і тривалого збереження прив'язки;
- 8) Валютна рада (currency board) – визначається трьома характеристиками: 1) фіксація не тільки інструментами валютної політики, але й на законодавчому рівні; 2) підтримка зростання грошової бази пропорційно зростанню валютних резервів; 3) дозволяє дефіциту



платіжного балансу підвищувати жорсткість грошово-кредитної політики і тим самим регулювати витрати автоматично;

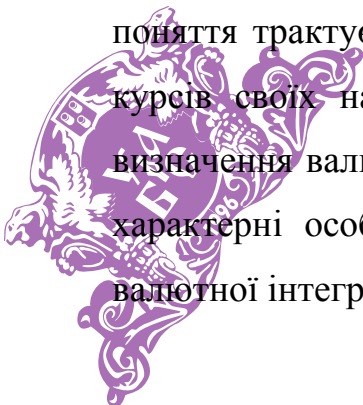
9) Валютний союз – характеризується визнанням іноземної валюти як законного платіжного засобу.

Перші два виділені режими, на нашу думку, взагалі не доцільно розглядати в рамках валютної інтеграції. Режими 3-6 пропонуємо розглядати в рамках такої форми регіональної інтеграції, як стабілізація обмінних курсів національних валют, що була розглянута вище. Характеристики «дійсно фіксованої» прив'язки та валютної ради як режимів фіксації валютного курсу, на нашу думку відповідають сучасному трактуванню поняття «валютна зона», однак ключовим залишається питання чіткого розмежування змісту понять «валютна зона» та «валютний союз». Таке розмежування є досить складним, враховуючи повну неузгодженість підходів, наведених у науковій літературі, щодо формулювання визначень даних понять.

Так, підхід Дж. Франкеля щодо визначення валютного союзу відповідає найбільш поширеній точці зору серед науковців економічно розвинених країн, які вважають валютний союз (currency union або monetary union) формується коли дві або більше країн використовують спільну валюту [40, 53, 54]. Підкреслимо, що при цьому окремим випадком валютного союзу вважається формальна офіційна (повна) доларизація.

Ми погоджуємося, що формальна офіційна доларизація, на відміну від неформальної, виступає одним із варіантів функціонування валютного союзу та свідчить про більш глибокий ступінь валютної інтеграції між країнами.

Виходячи з цього, на нашу думку, доцільно виділити вузький та широкий підходи до визначення поняття «валютний союз». У межах першого, дане поняття трактується як «група країн, що встановили межі взаємних коливань курсів своїх національних валют» [13, с. 80; 23, с. 149; 29, с. 55]. Таке визначення валютного союзу, на нашу думку, не дозволяє встановити усі його характерні особливості, що дозволяють відділити дану форму регіональної валютної інтеграції від інших форм, перш за все від валютної зони.



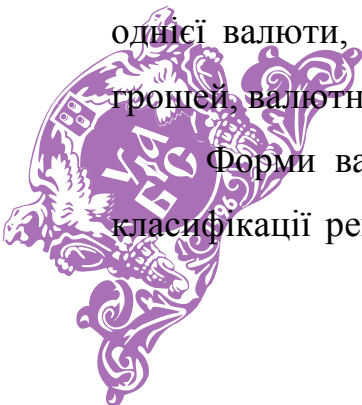
Наша точка зору корелює з позицією прибічників широкого підходу вказують на значний рівень інтеграції валютних відносин країн-учасниць валютного союзу [11, с. 947; 43; 55, с. 333]. Окрім введення спільної валюти, ознаками тісної валютної інтеграції зазначені науковці вважають створення міждержавного центрального банку для регулювання грошового обігу та міжнародних розрахунків; спільного фонду іноземних валют шляхом об'єднання частини офіційних валютних резервів країн-учасниць з метою підтримки курсу національних валют за взаємними розрахунками.

Деякі дослідники [56-58] наголошують, що невід'ємною характеристикою створення валютного союзу виступає також виконання критеріїв економічної конвергенції. Однак, як свідчить практика створення Європейського валютного союзу, дана вимога не є ключовою.

Узагальнивши розглянуті підходи, ми вважаємо за доцільне розглядати валютний союз, як найвищу стадію валютної інтеграції, що характеризується високим рівнем уніфікації ключових елементів національних валютних систем, створенням наднаціональних (регіональних) фінансових інститутів та введенням спільної валюти.

Дослідивши зміст понять «валютна зона» та «валютний союз» можна зробити висновок, що останнє, у більшості випадків, використовується для позначення більш глибоких інтеграційних процесів у сфері валютних відносин. До подібних висновків також приходять А.С. Никифорова яка зазначає, що жорсткі політичні та інституціональні зобов'язання повністю фіксувати обмінні курси визначають переваги валютного союзу на валютною зоною [59]. Сформульована нами позиція також підтримується у роботі В.Г. Чаплигіна [14]. Він зазначає, що на відміну від валютної зони, яка передбачає домінування однієї валюти, що спроможна на усій території зони виконувати усі функції грошей, валютний союз передбачає введення у обіг єдиної валюти.

Форми валютної інтеграції, які, на наш погляд, є основним критерієм класифікації регіональної валютної інтеграції, узагальнено у таблиці 1.4. Інші



критерії класифікації та коротку характеристику видів регіональної валютної інтеграції наведено у Додатку А.

Таблиця 1.4

Коротка характеристика форм регіональної валютної інтеграції

Форма регіональної валютної інтеграції	Характеристика
Валютний блок	Прикріплення курсів валют до валюти країни-лідера; здійснення розрахунків у валюті країни-лідера, зберігання валютних резервів країн-учасниць в країні-лідері.
Валютна зона (у вузькому розумінні)	Валюта країни-лідера використовується як платіжний засіб і як резервний засіб, за допомогою цієї валюти здійснюються зовнішні платежі, допускається вільне переміщення валют з однієї країни в іншу.
Співробітництво зі стабілізації обмінних курсів	Збільшення спільного пулу золотовалютних резервів, розширення меж допустимих коливань валют, введення двосторонніх інтервенцій і сигнальних курсів і т. д.
Платіжний союз	Особливі пільгові системи валютних, розрахункових і відповідних їм кредитних відносин, оформлені міждержавними угодами в рамках групи країн.
Валютна зона (у широкому розумінні)	Може існувати у наступних формах: 1) визнання однією країною в односторонньому порядку валюти іншої країни як законного платіжного засобу (неформальна офіційна або неофіційна доларизація); 2) використання однією країною в односторонньому порядку валюти іншої країни як паралельного законного платіжного засобу; 3) взаємна угода між незалежними державами про використання їх національних грошових одиниць як паралельних платіжних засобів на території кожного з них; 4) створення наднаціональних (регіональних) фінансових інститутів та введення колективної розрахункової одиниці, яка існує нарівні з національними грошима держав-членів; 5) жорстка фіксація курсів валют країн-учасниць валютної зони до курсу більш сильної валюти; 6) введення режиму валютної ради.
Валютний союз	Може існувати у наступних формах: 1) формальна офіційна доларизація; 2) створення наднаціональних (регіональних) фінансових інститутів та введення спільної валюти, курс якої жорстко фіксується до курсу більш сильної валюти; 3) уніфікація ключових елементів національних валютних систем, створення наднаціональних (регіональних) фінансових інститутів та введення спільної валюти.

Джерело: сформовано автором



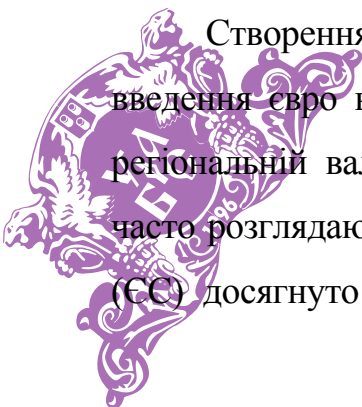
Таким чином, валютна інтеграція є невід'ємною складовою інтеграційних процесів у економіці. У більшості випадків, валютна інтеграція розглядається як одна із останніх (найбільш глибоких) стадій економічної інтеграції. У роботі обгрунтовано доцільність виділення трьох основних рівнів валютної інтеграції: глобальний (світові валютні системи), регіональний (між групою держав) та мікроекономічний (на рівні окремих суб'єктів господарювання або їх груп). Розкрито зміст даних рівнів валютної інтеграції та наведено їх порівняльний аналіз.

За результатами узагальнення наукових підходів щодо виділення форм регіональної валютної інтеграції нами обгрунтовано доцільність виділення двох історичних форм (валютний блок та валютна зона у вузькому розумінні) та чотирьох сучасних форм. До останніх ми відносимо: платіжний союз, співробітництво зі стабілізації обмінних курсів, валютну зону у широкому розумінні та валютний союз.

Також нами виокремлено критерії класифікації регіональної валютної інтеграції за: ступенем законодавчого закріплення, наявністю міжнародних угод, наявністю лідера, кількістю країн, географічною близькістю, регіоном, етапами реалізації, наявністю спільної валюти, цілями створення та періодом створення.

1.2 Досвід міжнародного валютно-фінансового співробітництва на регіональному рівні

Створення Європейського економічного та валютного союзу (ЄЕВС) і введення євро виступили каталізаторами загальної зацікавленості країн світу в регіональній валютній інтеграції. Європейський регіоналізм та валютний союз часто розглядаються як шаблони, базові моделі, оскільки у Європейському союзі (ЄС) досягнуто суттєвої глибини інтеграції, створено відповідну інституційну



основу, Єврозона функціонує достатньо довго та до недавнього часу достатньо успішно. Більшість академічних моделей політичної, економічної та, зокрема, валютної інтеграції до цих пір були розроблені, спираючись на європейську практику. Виходячи з цього, вивчення фінансових, політичних та соціальних аспектів європейського досвіду валютної інтеграції, безумовно, є корисним та актуальним.

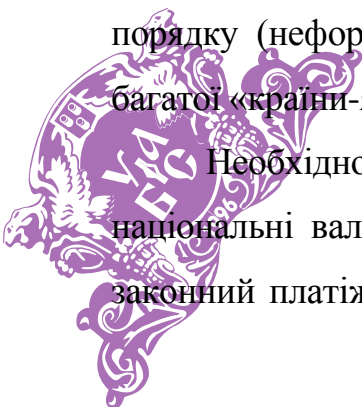
Однак наслідки фінансової кризи в ЄС засвідчили, що європейська модель регіональної інтеграції не є ідеальною і її, вочевидь, не доцільно застосовувати безпосередньо та в повному обсязі як безперечний еталон валютного співробітництва в інших регіонах. Крім того, бездумна імплементація європейського досвіду може привести до небезпечної пастки європоцентризму. Виходячи з цього, актуальності набуває дослідження досвіду валютної інтеграції різних регіональних угруповань світу.

Процеси регіональної валютної інтеграції досить глибоко досліджуються багатьма вітчизняними (А.І. Бутуком [61], О.І. Рогач [60] та ін.), а також зарубіжними (Б. Балассом [8], М.Д. Бордо [62], І.Н. Люкевичем [38], Ю. Парком [63, 64], Е.К. Роузом [53], Е. Хохрайтером [65], В.Г. Чаплигіним [14] та ін.) науковцями.

Втім, відкритими залишаються питання стосовно послідовності стадій економічної та валютної інтеграції, зокрема, щодо необхідності і первинності політичної інтеграції над загальноекономічною, щодо прерогативи міждержавної економічної конвергенції, щодо врахування традицій та особливостей протікання інтеграційних процесів в окремих регіонах.

На практиці валютна інтеграція найчастіше відбувається шляхом формування валютної зони, коли невелика та/або бідна країна в односторонньому порядку (неформально) переходить на грошову одиницю більш розвиненої та багатшої «країни-якоря» (табл. 1.5).

Необхідно зазначити, що деякі країни та території формально мають національні валюти, однак паралельно використовують валюти третіх країн як законний платіжний засіб. Наприклад, долар США є паралельною валютою для



Панами, Сальвадору, Еквадору, Східного Тімору, а Англійський фунт стерлінгів – для заморських територій Великобританії. Цікавим прикладом паралельної циркуляції декількох іноземних валют одночасно є Зімбабве, де офіційними платіжними засобами, окрім національної валюти (долара Зімбабве), визнано Південноафриканський ранд, Ботсванська пула, Англійський фунт стерлінгів та долар США [66-68].

Таблиця 1.5

Форми функціонування існуючих валютних зон

Валюта	Учасники валютної зони
Валютні зони, утворені шляхом неформальної доларизації	
Євро	Андорра, Республіка Косово, Чорногорія
Долар США	Гаїті, Маршалові острови, Мікронезія, Палау, острівні території США, заморські території Великобританії (Британська територія в Індійському океані, Британські Віргінські острови, Тьоркс і Кайкос), спеціальні муніципалітети Нідерландів
Австралійський долар	Кірибаті, Науру, Тувалу, зовнішні території Австралії
Новозеландський долар	Ніуе, Острови Кука, Острови Піткерн, Такелау
Вірменський драм	Нагорно-Карабаська Республіка
Ізраїльський новий шекель	Палестина
Йорданський динар	Палестина (Західний берег ріки Йордан)
Російський рубль	Абхазія, Південна Осетія
Турецька ліра	Турецька Республіка Північного Кіпру
Валютні зони, утворені шляхом введення в обіг паралельної валюти	
Долар США	Панама, Сальвадор, Еквадор, Східний Тімор
Англійський фунт стерлінгів	Заморські території Великобританії (Гібралтар, Фолклендські острови, острови Святої Єлени, Вознесіння і Трістан-да-Кунья)
Валютні зони, утворені на основі використання національних грошових одиниць як паралельних платіжних засобів на території країн-учасниць	
Сінгапурський та брунейський долари	Сінгапур, Бруней
Валютні зони, утворені шляхом жорсткої фіксації курсів валют країн-учасниць до курсу більш сильної валюти	
Індійська рупія	Індія, Бутан, Непал
Південноафриканський ранд	Південно-Африканської республіка, Лесото, Свазіленд, Намібія
Валютні зони, утворені шляхом введення режиму валютної ради	
Долар США	Гонконг, Бермудські, Східно-Карибські, Кайманові острови, Джибуті
Євро	Болгарія, Литва, Латвія, Данія
Валютні зони, утворені шляхом введення колективної розрахункової одиниці, яка існує нарівні з національними грошима держав-членів	
Сукре	Країни Боліваріанської ініціативи (ALBA) та Еквадор
СПЗ	187 країн-членів МВФ

Джерело: розроблено автором на основі [53, 66-68].

Договір про взаємозамінність сингапурського та брунейського доларів є прикладом взаємної угоди між незалежними державами про використання їх національних грошових одиниць як паралельних платіжних засобів на території кожного з них. При цьому функції з регулювання обігу зазначених валют покладено на центральний банк Сінгапуру (Monetary Authority of Singapore).

Одним із початкових етапів поглиблення валютної інтеграції на шляху до створення єдиної регіональної валюти виступає жорстка фіксація курсів валют країн-учасниць інтеграційного утворення до курсу більш сильної валюти. Так, між Індією, Бутаном та Непалом діє система двосторонніх фіксованих курсів (кожна держава має власну валюту, але її курс жорстко прив'язаний до індійської рупії). З урахуванням темпів економічного зростання Індії, російський дослідник І.Н. Люкевич прогнозує підвищення міжнародного статусу індійської рупії і створення на її базі валюти країн Південно-Азіатської асоціації регіонального співробітництва (SAARC), що включає Афганістан, Бангладеш, Бутан, Мальдіви, Непал, Пакистан, Індію і Шрі-Ланку і нараховує майже 1,5 млрд. жителів [38].

У складі Південно-Африканської республіки, Лесото, Свазіленда та Намібії створено Єдину валютну зону (СМА). Національні валюти зазначених країн жорстко прив'язані до курсу Південноафриканського ранду, що вільно обертається і є законним платіжним засобом. Валютообмінну політику в Єдиній валютній зоні проводить Південно-Африканський резервний банк [69].

Також одним із варіантів жорсткої фіксації курсу національної валюти до курсу більш сильної валюти виступає введення режиму валютної ради. У найбільш загальному вигляді механізм валютної ради можна охарактеризувати наступним чином. Створюється спеціальний орган, Валютний Рада (Currency Board), що відповідає за проведення грошової емісії в країні, володіє валютними активами, що включають зовнішні резерви країни. Валютні резерви країни повинні повністю покривати обсяг національної валюти в обігу, оскільки національна валюта емітується в обмін на іноземну. Таким чином, емісійні можливості Валютної Ради обмежені на законодавчому рівні, вона не має



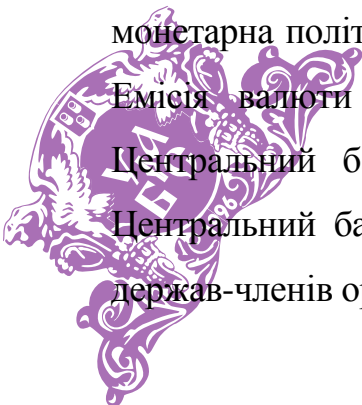
можливості проводити власну монетарну політику, не може кредитувати уряд, не може бути кредитором останньої інстанції для комерційних банків [70]. На практиці як резервна валюта в режимі валютної ради найчастіше використовується долар США (до нього прив'язані гонконгський, бермудський, східно-карибський, Кайманових островів долари, франк Джибуті) та євро (прив'язані болгарський лев, литовський літ, латвійський лат, датська крона, франк КФА) [67].

На базі угоди країн Боліваріанської ініціативи (ALBA) та Еквадора з 2010 р. нарівні з національними грошима держав-членів введено колективну розрахункову одиницю «сукре», курс якої фіксований до американського долара. На даний момент це інтеграційне угруповання має ознаки валютної зони та платіжного союзу, що у довгостроковій перспективі можуть бути перетворені у валютний союз.

Формальна офіційна доларизація, на відміну від неформальної, виступає одним із варіантів функціонування валютного союзу та свідчить про більш глибокий ступінь валютної інтеграції між країнами. Наприклад, Ватикан, Монако та Сан-Марино уклали офіційні договори з ЄС, що дозволяють їм використовувати євро і карбувати обмежену кількість монет євро (зі своїми національними символами на національній стороні), які діють по всій Єврозоні (табл. 1.6). Натомість Андорра, Косово та Чорногорія не уклали офіційних договорів з ЄС та перейшли на євро в односторонньому порядку [71].

Поряд із введенням режиму валютної ради, сім країн Карибського басейну досягли більш глибокого ступеню регіональної валютної інтеграції, об'єднавшись у 1981 році в Організацію Східно-карибських держав (OECS), яка за суттю є економічним і валютним союзом (табл. 1.6). У даних країнах проводиться єдина монетарна політика та обертається єдина валюта – східно-карибський долар [38].

Емісія валюти та операції з нею здійснюються через Східно-Карибський Центральний банк, штаб-квартира якого знаходиться на острові Сент-Кітс. Центральний банк має виняткове право випуску банкнот і монет на території держав-членів організації.



Форми функціонування існуючих валютних союзів

Валюта	Учасники валютного союзу
Валютні союзи, утворені шляхом формальної доларизації	
Євро	Ватикан; Монако, Сан-Марино; особливі території ЄС
Англійський фунт стерлінгів	Коронні землі Великобританії (Гернси, Джерсі, Острів Мен)
Валютні союзи, утворені шляхом створення наднаціональних (регіональних) фінансових інститутів та введення спільної валюти, курс якої жорстко фіксується до курсу більш сильної валюти	
Східно-карибський долар (курсний якір – долар США)	Країни Організації Східно-карибських держав (Антигуа і Барбуда, Домініка, Гренада, Монтсеррат, Сент-Кітс і Невіс, Сент-Люсія, Сент-Вінсент і Гренадіни, Ангілья)
Франк КФА ВСЕАО (курсний якір – євро)	Країни Західноафриканського економічного і валютного союзу (Бенін, Буркіна-Фасо, Гвінея-Бісау, Кот-Д'Івуар, Малі, Нігер, Сенегал, Того)
Франк КФА ВЕАС (курсний якір – євро)	Країни Центральноафриканського валютно-економічного співтовариства (Габон, Камерун, Республіка Конго, Центральноафриканська Республіка, Чад, Екваторіальна Гвінея)
Франк КФП (курсний якір – євро)	Заморські володіння Франції (Французька Полінезія, Нова Каледонія, Уолліс і Футуна)
Валютні союзи, утворені шляхом уніфікації ключових елементів національних валютних систем, створення наднаціональних (регіональних) фінансових інститутів та введення спільної валюти	
Євро	Австрія, Бельгія, Греція, Естонія, Ірландія, Іспанія, Італія, Кіпр, Люксембург, Мальта, Німеччина, Нідерланди, Португалія, Словаччина, Словенія, Фінляндія, Франція

Джерело: розроблено автором на основі [53, 66-68]

Додатково зазначимо, що вказані країни також входять до складу Карибського співтовариства (CARICOM), торгово-економічного союзу, створеного в 1960-х рр. XX століття. У договорі між країнами від 1973 р., було вирішено на першому етапі (до 2010 р.) перетворити карибську зону вільної торгівлі в спільний ринок, а на другому (до 2015 р.) створити «єдину економіку». У липні-серпні 1990 р. на зустрічі глав держав і урядів CARICOM було прийнято рішення про прискорення інтеграції, зокрема, країни домовилися про створення митного союзу, створення спільного ринку з вільним рухом капіталів, із загальною грошовою одиницею, погодженою політикою в галузі фінансів, щодо іноземних інвестицій [72] (табл. 1.7).



Перспективні валютні союзи

Валютний регіон	Інтеграційне об'єднання	Валюта	Строк реалізації
СНД	Країни СНД: Росія, Казахстан, Білорусія	Російський рубль	2015 р.
Карибський басейн	Карибське співтовариство (CARICOM)	невизначено	2015
Східна Африка	Східноафриканське співтовариство (EAC)	Другий східноафриканський шиллінг	2015
Південна Африка	Співтовариство розвитку Півдня Африки (SADC)	Афро	2016
Західна Африка	Економічне співтовариство країн Західної Африки (ECOWAS)	Еко	2020
Латинська Америка	Союз південноамериканських націй (UNASUR)	Латино	2020
Північна Америка	Північноамериканський союз (NAU)	Амеро	невизначено
Південно-Східна Азія	АСЕАН+3 (ASEAN+3)	Азіатська валютна одиниця (ACU)	невизначено
Південно-Західна Азія (Перська затока)	Рада співробітництва арабських держав Перської затоки	Халіджі	2020

Джерело: розроблено автором на основі [38, 66, 67, 73, 74]

У 2006 р. були розроблені критерії подальшої конвергенції. Зазначені тенденції свідчать про суттєве використання досвіду ЄС при формуванні Карибського валютного регіону.

Франк КФА (franc CFA), що в режимі валютної ради прив'язаний до євро, виступає спільною регіональною валютою країн Західноафриканського економічного і валютного союзу (UEMOA) і Центральноафриканського валютно-економічного співтовариства (CEEAC) (див. табл. 1.6). Грошові знаки, що використовуються зазначеними інтеграційними угрупованнями, мають однакове співвідношення з євро та іншими валютами, але розрізняються за зовнішнім виглядом та розшифруванням аббревіатури.

Щоб гарантувати конвертованість франка КФА в євро за фіксованим курсом, монетарна політика UEMOA та CEEAC повністю узгоджується з Францією, 65 % своїх валютних резервів країни-учасниці розміщують у

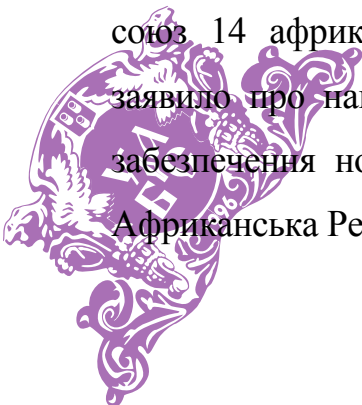
Казначействі Франції, якому надано право вето щодо овердрафту по спеціальних рахунках національних банків країн [38]. Таким чином, процеси валютної інтеграції у західному та центральному регіонах Африки мають елементи, характерні для валютних блоків.

Для обслуговування УЕМОА було створено Центральний банк держав Західної Африки (ВСЕАО), який виконує такі основні функції: здійснює емісію західноафриканських франків, проводить грошово-кредитну політику в союзі, забезпечує стабільність банківської та фінансової систем, сприяє розвитку платіжних систем і здійснює нагляд за ними (у 2006 р. запущено розрахункову систему в режимі реального часу), управляє офіційними валютними резервами держав-членів союзу [73]. Для виконання аналогічних функцій з обслуговування СЕЕАС створено Банк держав Центральної Африки (ВЕАС). Таким чином, у західному та центральному регіонах Африки поступово створюється інституційний базис для подальшого поглиблення валютної інтеграції.

Поряд з розвитком розглянутих валютних союзів, у африканському валютному регіоні створюються передумови для подальшого поглиблення інтеграційних процесів. Так, Економічне співтовариство країн Західної Африки (ECOWAS), до складу якого входять 15 держав (у т.ч. держави-учасниці СЕЕАС), задекларувало наміри про створення до 2020 р. Західноафриканської валютної зони та введення регіональної валюти «еко» [66].

Про запровадження регіональної валюти «другий східноафриканський шилінг» до 2015 р. заявило Східноафриканське співтовариство (ЕАС), міжурядова організація, що включає в себе п'ять Східно-Африканських країн (Бурунді, Кенія, Руанда, Танзанія та Уганда) [66].

Співтовариство розвитку Півдня Африки (SADC), торгово-економічний союз 14 африканських південноафриканських країн, створений у 1992 році, заявило про наміри створення до 2016 р. спільної валюти – «афро». Основне забезпечення нової валюти нададуть дві «алмазонасних» країни – Південно-Африканська Республіка та Ботсвана [74].



Процеси валютної інтеграції країн Латинської Америки насамперед визначаються торговою інтеграцією. Регіональні об'єднання спільного ринку – Об'єднаний ринок країн південного конусу (MERCOSUR – економічний союз Аргентини, Бразилії, Парагваю, Уругваю та Венесуели), Андський пакт (Болівія, Колумбія, Еквадор і Перу), Центральноамериканський спільний ринок (Гватемала, Сальвадор, Гондурас, Нікарагуа, Коста-Ріка) – визначили деякі регіональні ініціативи координації макроекономічної політики та можливого прийняття до 2020 р. єдиної регіональної валюти «латино» в рамках Союзу південноамериканських націй (UNASUR) [38].

Бразильська та аргентинська кризи порушили процес інтеграції країн MERCOSUR в більшій мірі, ніж стимулювали подальшу регіональну економічну координацію і співпрацю. Не були зроблені спроби досягнення номінальної конвергенції, навіть враховуючи, що номінальна мінливість обмінного курсу перевищувала реальну. Крім того, була ослаблена реальна прихильність країн до регіональної економічної та валютної інтеграції. MERCOSUR не бере на себе роль двигуна для консолідації заходів з валютної інтеграції. Бразилія, яка є домінуючою країною Латинської Америки, не спроможна стати для регіону монетарним якорем. До цього неспроможні й інші країни Латинської Америки, які наразі тільки розбудовують надійну грошово-кредитну політику, спрямовану на стабілізацію цін після десятиліть невдалого менеджменту та гіперінфляції, а також створюють установи по здійсненню такої послідовної і надійної політики, що являє собою трудомісткий та тривалий процес [62].

Тим не менш, у Латинській Америці спостерігаються певні ініціативи щодо подальшої регіональної валютної інтеграції у формі платіжного союзу, що слугує одним з етапів створення валютного союзу в довгостроковій перспективі. Зокрема, з 2008 р. між Бразилією та Аргентиною, а з 2010 р. – з Уругваєм успішно функціонує система міжнародних розрахунків у місцевих валютах (SML) [38].

Триває дискусія щодо перспектив створення валютного Північноамериканського союзу (NAU) між США, Мексикою і Канадою та



відносно введення замість долара США, канадського долара та мексиканського песо наднаціональної валюти «амеро».

Азіатська фінансова криза 1997-1998 рр. як екзогенний шок в певній мірі мала аналогічний вплив на сприяння азіатському валютному співробітництву, як розпад Бреттон-Вудської системи фіксованих валютних курсів на Європу. Так, після того, як фінансова криза вибухнула в Таїланді в липні 1997 р. і почала прискорення в інших країнах Східної Азії, Японія запропонувала створення Азіатського валютного фонду (AMF) як основи для сприяння фінансового співробітництва та координації політики в регіоні. Планувалося, що AMF (на додаток до кредитних програм МВФ) забезпечить засоби захисту від майбутніх фінансових криз у Східній Азії. Хоча ця пропозиція отримала позитивну відповідь від ряду країн Східної Азії, вона була відкладена внаслідок заперечень США, ЄС і МВФ. Ідея була відроджена знову 6 травня 2000 року в Чіангмаї (Таїланд), коли міністри фінансів країн Асоціації Націй Південно-Східної Азії, а також Китаю, Японії та Південної Кореї (ASEAN+3), погодилися створити систему своїх домовленостей, що відома як Чіангмайська ініціатива [63].

Ініціатива має дві складові [64]: розширену свою угоду ASEAN (ASA) та мережу двосторонніх своп (BSA) і РЕПО-угод (Repo agreement) між тринадцятьма країнами. Розширена своя угода ASEAN є механізмом короткострокової підтримки ліквідності країн-учасниць, які страждають від дефіциту платіжного балансу. Згідно з угодою, для обміну доступні долар США, єна і євро.

Мережа двосторонніх угод щодо свопу також є механізмом короткострокової підтримки ліквідності у формі обміну долара США на національні валюти країн-учасниць. Максимальна сума запозичення по кожній з двосторонніх угод визначається шляхом двосторонніх переговорів [64]. Однак мережа двосторонніх угод щодо свопу є доповненням до фінансової допомоги МВФ: реалізація свопів на 100 % можлива тільки за умов участі країни у програмі МВФ (без такої участі можна використовувати тільки 10 %, а потім 20 % ресурсів); крім того, спостерігаються потенційні труднощі з управлінням



системою свопів, зокрема, відсутній центральний орган, який би контролював активацію таких кредитних ліній [38].

Механізм угод РЕПО також створений для надання короткострокової ліквідності країн-учасниць шляхом продажу та викупу відповідних цінних паперів. Основні параметри угод РЕПО обумовлюються в рамках двосторонніх переговорів між сторонами. Об'єктом угод РЕПО виступають казначейські зобов'язання США, векселя із залишковим строком обігу не більше 5 років, і державні цінні папери країн-учасниць угоди [64].

Більш значним кроком стало рішення зборів глав центральних банків Східної Азії та району Тихого океану (EMEAP) щодо створення Азіатського облігаційного фонду (ABF) в доларових інструментах в 2003 році. ABF, у першу чергу, націлений на розвиток регіонального ринку облігацій, однак, сприятиме валютній інтеграції, створюючи інституційну основу для розвитку валютно-фінансового співробітництва [62].

Азіатським банком розвитку (ADB) у 2006 р. запропоновано почати діалог про введення загальноазіатської валютної одиниці ACU (Asian Currency Unit) за моделлю, запозиченої від ECU (European Currency Unit). Ця ідея було підтримано Японією та розпочато конкретне опрацювання цього питання [38].

Для подолання низки практичних недоліків, Чангмайську ініціативу з 2010 р. було перетворено в Чангмайську багатосторонню ініціативу. Замість мережі двосторонніх угод країни ASEAN+3 створили спільний фонд, фактично об'єднавши валютні резерви регіону. Кожен учасник наділений правом укладати своп-угоди з фондом з обміну національної валюти на долари США в кількості, що дорівнює його внеску, помноженому на відповідний мультиплікатор [38].

Необхідно зазначити, що азіатський регіоналізм має декілька характеристик, які відрізняють його від ЄС. Так, азіатський регіоналізм є плуралістичним, оскільки не існує яскраво вираженої домінуючої організації, лідера регіональної валютної інтеграції, контролюючого і регулюючого центру (аналогу МВФ), який в перспективі міг би взяти на себе функції емітента регіональної валюти.

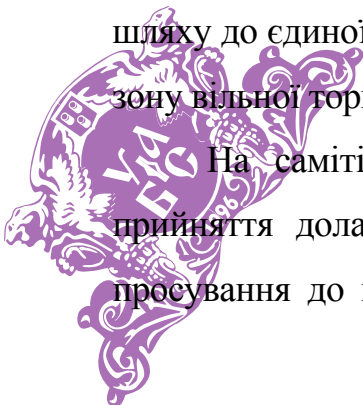


Крім того, існують складнощі у визначенні економічного регіону в Азії через відсутність схожості в рівні розвитку та відсутність реальної конвергенції країн.

Як і в інших інтеграційних ініціативах, які виникли порівняно недавно, в азіатському валютному регіоні спостерігається недостатність політичної волі для подальшого поглиблення монетарного співробітництва: Китай, Японія та Індія борються за статус регіонального гегемона. Жодна країна не здатна виступити як якір для валютного регіону. За аналогією з досвідом ЄС, Китаю і Японії заради подальшого поглиблення регіональної валютної інтеграції, можливо, доведеться піти тим же шляхом примирення, що й свого часу пішли Франція і Німеччина [62]. Отже, наразі Чіангмайська багатостороння ініціатива має ознаки платіжного союзу з перспективою його перетворення у валютний союз.

Рада співробітництва арабських держав Перської затоки (CCASG), що складається з шести держав-членів на Аравійському півострові (Бахрейн, Кувейт, Оман, Катар, Саудівської Аравії та Об'єднаних Арабських Еміратів), також заявила про плани створення регіонального валютного союзу, з кінцевою метою введення єдиної валюти «халіджі» в країнах-членах до 2020 року. Початок курсу на валютно-фінансову інтеграцію CCASG покладено ратифікацією в 1982 р. Єдиної економічної угоди через рік після заснування Ради. У 1983 р. був сформований комітет, що складається з керуючих валютних агентств і центральних банків держав-учасниць. Його мета – здійснення координації фінансової, грошово-кредитної і банківської політики. Були створені спеціальні комітети для вивчення технічних аспектів співробітництва та інтеграції в області нагляду, контролю, підготовки банківських і платіжних систем. В 1985-1987 рр. ці структури здійснювали загальну прив'язку валют в якості першого кроку на шляху до єдиної валюти [75]. З 1983 р. всі країни, що входять до Ради, об'єднані в зону вільної торгівлі, яка в 2003 р. переросла в митний союз.

На саміті в Бахреїні (грудень 2000 р.) було прийнято рішення про прийняття долара США в якості загальної прив'язки валют держав. Графік просування до валютного союзу передбачав: держави-члени домовляються про



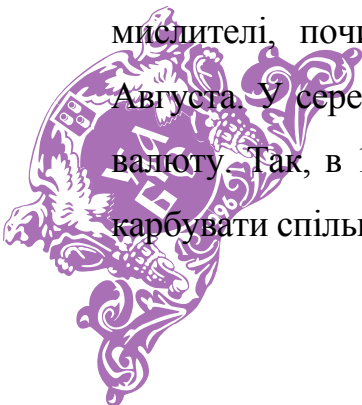
відповідні критерії конвергенції економічних показників до кінця 2005 р. Це пов'язано з фінансовою та валютної стабільністю, необхідною для успішного здійснення валютного союзу. За допомогою Центробанку ЄС та Світового банку компетентні комітети CCASG обговорювали економічні критерії і визначали їх елементи, методи розрахунку, межі економічної конвергенції. Наприкінці 2005 р. критерії для досягнення економічної конвергенції та фінансової та валютної стабільності було затверджено.

З метою поглиблення інтеграційних процесів у регіоні Австралії та Океанії, у 1971 р. була заснована Міжурядова організація, яка у даний час називається Форумом тихоокеанських островів (PIF). Австралія та Нова Зеландія виступають для інших країн Океанії життєво важливими фінансовими донорами та ринками збуту, гарантами стабільності і безпеки в регіоні. Як наслідок, австралійській та новозеландській долар визнані законним платіжним засобом на території низки країн Тихого океану, про що зазначалося у табл. 1.5.

Крім того, у заморських володіннях Франції (Французькій Полінезії, Новій Каледонії, Уоллісі і Футуні) обертається колективна валюта – тихоокеанський обмінний франк (CFP franc). Номінальним якорем даної валюти виступає євро, а емісію здійснює Емісійний інститут заморських територій Франції.

Однак суперництво між Австралією та Новою Зеландією за статус регіонального гегемона та протест менш розвинених країн проти загрози нового витку колоніалізму стає на заваді подальшому поглибленню валютної інтеграції в регіоні.

Ідеї об'єднання грошових і валютних систем країн, що відносяться до одного регіону, особливого поширення набули на території Європи. Так, питання використання спільних грошей народами Європи піднімали полководці, вчені та мислителі, починаючи з Олександра Македонського і римського імператора Августа. У середньовічній Європі неодноразово робилися спроби ввести спільну валюту. Так, в 1392 р. північнонімецькі міста уклали монетарний союз і почали карбувати спільну монету [32].



В середині XIX ст. – першій чверті XX ст. в Європі існувало два класичні типи валютних союзів [60]:

1) які виникли в результаті політичного об'єднання (уніфікації) окремих невеликих суверенних держав, кантонів, провінцій, князівств та вільних ганзейських міст у національну державу та делегування їй повноважень щодо проведення єдиної грошової політики (Швейцарська конфедерація (1848-1927), Італійське королівство (1861-1926) і Німецький рейх (1871-1909));

2) які постали внаслідок централізації грошової політики незалежних національних держав (Німецько-Австрійський валютний союз (1857-1867), Латинський валютний союз (1865-1927), Скандинавський валютний союз (1872-1931)).

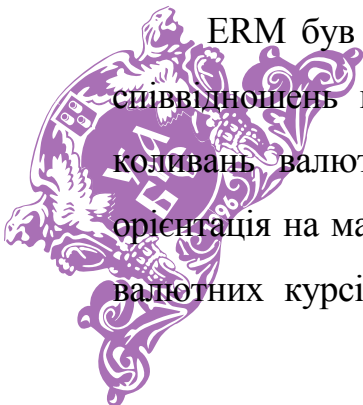
У XX столітті валютні об'єднання приймали форму валютних блоків і валютних зон, що створило передумови для подальшого поглиблення інтеграційних процесів у Європі і виникнення Європейського економічного та валютного союзу (ЄЕВС), який є найбільшим і найважливішим валютним союзом у світі.

Як видно з Додатку Б, історія Євросони пов'язана з більш, ніж шістдесятирічним досвідом активних процесів економічної і валютної інтеграції.

Роль моста між заснованою на доларі Бреттон-Вудською системою та Європейським валютним союзом зіграла Європейська валютна система (EMS), основу якої склали [76]:

- 1) механізм валютних курсів (Exchange Rate Mechanism, ERM);
- 2) європейська валютна одиниця (European Currency Unit, ECU);
- 3) Європейський фонд валютного співробітництва (European Monetary Cooperation Fund, EMCF).

ERM був спрямований на підтримку стійких (з можливістю коригування) співвідношень курсів валют країн-учасниць ЄЕВС. У 1979-1982 рр. коридор коливань валютних курсів складав $\pm 2,25\%$; у 1982-1993 рр. здійснювалася орієнтація на марку ФРН, яка виконувала роль «якоря»; у 1993-1999 рр. коридор валютних курсів було розширено до $\pm 15\%$. Підтримання узгоджених курсів



здійснювалося за допомогою валютної інтервенції центральних банків країн-учасниць. Для здійснення розрахунків по валютних інтервенціях а також з метою фінансування дефіциту платіжного балансу країн-учасниць використовувалися кошти ЕМCF.

Центральним елементом EMS була європейська валютна одиниця (ECU), яка стала базою встановлення курсових співвідношень між валютами країн-членів ЄЕВС, а також використовувалася для розрахунків між їх центральними банками і як лічильна одиниця в спеціалізованих установах та фондах ЄЕВС.

Емісія ECU здійснювалася на основі депозитів, розміщених в ЕМCF, а також частини золотих і доларових резервів країн-учасниць EMS (по 20 % кожного з видів резервів). Таким чином, емісія ECU носила забезпечений характер.

Курс ECU синтезувався за методом «кошика валют» з валют країн-учасниць. Частка кожної валюти в «кошику» визначалася, виходячи з її питомої ваги у взаємній торгівлі країн ЄЕВС, розміру національного доходу та участі країн в механізмі фінансової допомоги. Ці частки переглядалися кожні 5 років, а за необхідності і частіше [61].

26 червня 1989 року в Мадриді Європейською Радою був затверджений триступеневий План Делора зі створення ЄЕВС. Він передбачав здійснення скоординованої економічної та валютної політики країн ЄС, створення Європейського центрального банку і перехід на єдину європейську валюту (рис. 1.1) [77]. Основні ідеї Плану Делора було закріплено в тексті Маастрихтського договору про утворення Європейського союзу.

Оскільки валютний союз міг об'єднати тільки держави з добре регульованою економікою, його учасники зобов'язані були забезпечити високий рівень конвергенції, що підтверджувалося виконанням економічних критеріїв відносно інфляції, довгострокових процентних ставок, бюджетного дефіциту і боргу, обмінних курсів.

Початок другої стадії становлення ЄЕВС ознаменувало створення у 1994 р. Європейського валютного інституту (ЕМІ). Оскільки відповідальність за



проведення грошово-кредитної політики в країнах ЄС залишалася прерогативою національних властей, основними завдання ЕМІ були наступні [16]:

1) зміцнити співробітництво центральних банків та координацію грошової політики (в тому числі для оцінки прогресу в галузі економічної та правової конвергенції);



Рис. 1.1 Стадії створення Європейського економічного та валютного союзу (ЄВЕС) у відповідності до Плану Делора

Джерело: сформовано автором на основі [26, 77, 78]

2) провести підготовчі роботи зі створення нормативної, організаційної і матеріально-технічної бази функціонування Європейської системи центральних банків (ЄСЦБ), проведення єдиної грошово-кредитної політики та введення єдиної валюти (у т.ч. визначення принципів проведення єдиної грошово-кредитної політики та підготовка правил та процедур функціонування ЄСЦБ; налагодження ефективної системи транскордонних розрахунків; налагодження достовірного та своєчасного інформаційного забезпечення та адекватної архітектури



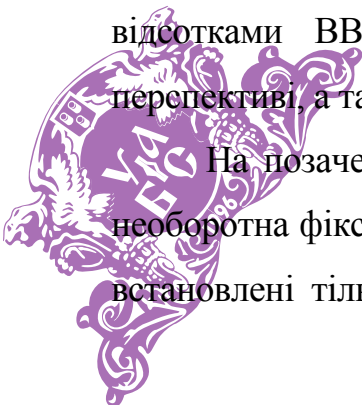
інформаційних систем ЄСЦБ; гармонізація правил бухгалтерського обліку та стандартів тощо).

Згодом (у січні 1998 р.) ЕМІ був перетворений в Європейський центральний банк (ЄЦБ), який у поєднанні з національними центральними банками (НЦБ) всіх держав-членів ЄС утворив ЄСЦБ. У межах Єврозони рішення щодо грошово-кредитної політики приймаються незалежно Радою керуючих ЄЦБ, до складу якого входять голови НЦБ і члени Виконавчої ради ЄЦБ. Держави-члени ЄС поза зоною євро координують свою грошово-кредитну політику з ЄЦБ [78].

У якості наступника ERM було створено новий механізм валютних курсів (ERM II) з метою обмеження коливань курсів валют країн-учасниць ЄС по відношенню до курсу євро, запобігання порушенню економічної стабільності в рамках єдиного ринку та допомоги країнам, що готуються до вступу в Єврозону. Було встановлено єдиний стандартний діапазон коливань курсів валют держави-членів, що знаходяться поза зоною євро і беруть участь в ERM II, в розмірі $\pm 15\%$ від центрального обмінного курсу. Передбачено автоматичні та необмежені маргінальні інтервенції з можливістю короткострокового фінансування (строком до 3 місяців). Однак для ЄЦБ і центральних банків країн-учасниць було передбачено можливість призупинити інтервенцію, якщо вона буде суперечить їх основній меті – досягненню цінової стабільності. Також було розроблено механізм інтрамаргінальних інтервенцій [79].

З метою уникнення негативного впливу безвідповідальної фінансової політики на стабільність цін після впровадження єдиної валюти, у 1997 р. ЄС прийняв Пакт про стабільність і зростання (Stability and Growth Pact, SGP), який зобов'язав членів ЄВВС обмежувати розміри річних бюджетних дефіцитів трьома відсотками ВВП і намагтися збалансувати бюджет у середньостроковій перспективі, а також установив санкції за невиконання цих вимог [20].

На позачерговому саміті ЄС в Брюсселі 2 травня 1998 р. була проведена необоротна фіксація обмінних курсів валют країн-учасниць (однак, паритети були встановлені тільки 31 грудня 1998 р.), затверджені керівники ЄЦБ і визначені



учасники валютного союзу, до складу якого з 1 січня 1999 р. увійшли одинадцять держав ЄС: Німеччина, Франція, Бельгія, Нідерланди, Люксембург, Австрія, Ірландія, Італія, Іспанія, Португалія, Фінляндія. З політичних мотивів утрималися від участі у валютному союзі з 1999 р. три країни ЄС – Великобританія, Данія та Швеція [77].

План введення євро, основи якого було затверджено на засіданні Європейської Ради в Мадриді ще в 1995 р., передбачав поступовий перехід до єдиної валюти протягом трирічного перехідного періоду (рис. 1.2). Вибір сценарію для переходу до єдиної валюти визначався за критеріями технічної доступності, простоти, гнучкості і низької вартості.

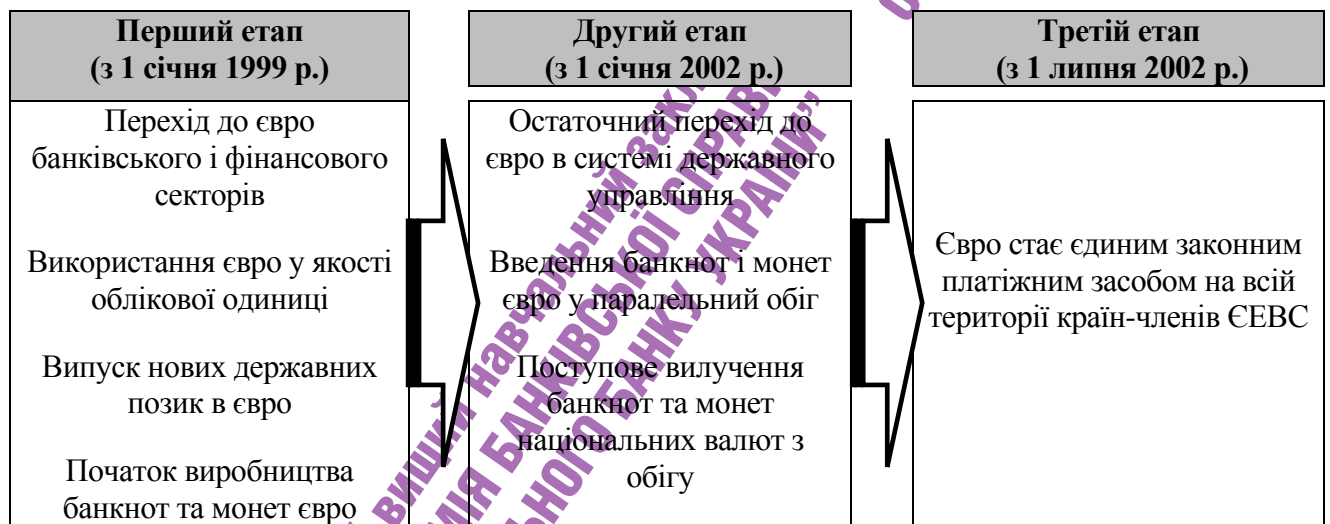


Рис. 1.2 «Мадридський сценарій» впровадження євро

Джерело: сформовано автором на основі [77, 81]

До сценарію висувалися наступні вимоги [80]:

1) перехід повинен бути якомога швидший, щоб зменшити ризик плутанини, що послабить довіру до процесу та ускладнить доведення його до кінця;

2) перехід повинен здійснюватися на основі чітко визначених фаз, з істотним прогресом, досягнутим протягом кожної з них;

3) повинна досягатися мінімізація витрат шляхом впровадження визначених змін;



4) забезпечення суспільної довіри і змоги для людей познайомитися з єдиною валютою.

Тривалість перехідного періоду в три роки обумовлена необхідністю підготувати громадськість, банківські системи і технічні засоби, підприємства роздрібної торгівлі та державного сектора. При цьому передбачалося, що при достроковому завершенні підготовчих заходів на початкових етапах і накопиченні критичної маси нової валюти подальші етапи можуть бути скорочені. Наприклад, період паралельного обігу готівкового євро з національними валютами ЄВС виявилось можливим скоротити з шести до двох місяців [77].

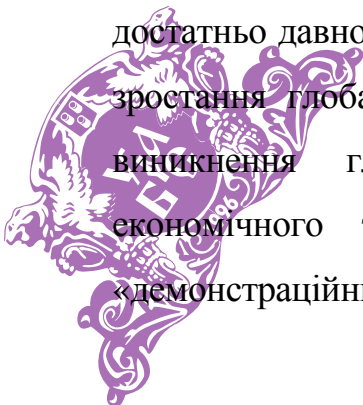
Для нових учасників Єврозони було розроблено два альтернативних сценарії введення євро [80]:

1) сценарій «великого вибуху» (перехідний період відсутній: банкноти і монети євро вводяться в обіг одночасно з визнанням євро офіційною валютою країни; протягом шести місяців може бути запроваджений паралельний обіг валют);

2) сценарій «великого вибуху з поетапним виведенням з обігу» (на відміну від попереднього сценарію, передбачає можливість у період до одного року, як і раніше, використовувати національні грошові одиниці у нових правових документах, наприклад, контрактах, що спрощує адаптацію складних систем, таких як ІТ-системи).

Таким чином, до 1 січня 2003 року повний перехід на євро у всіх країнах-учасницях ЄВС був завершений. Відтепер, євро став єдиним законним платіжним засобом у країнах Єврозони.

Отже, за результатами проведеного дослідження можна сформулювати наступні висновки. По-перше, валютна інтеграція як економічне явище виникла достатньо давно, однак найбільшого значення набула в сучасному світі – в епоху зростання глобалізації, посилення конкуренції на світових ринках та частого виникнення глобальних фінансових шоків. Створення Європейського економічного та валютного союзу, успішне запровадження євро мало «демонстраційний ефект» для інших регіонів світу, інтенсифікувало дебати щодо



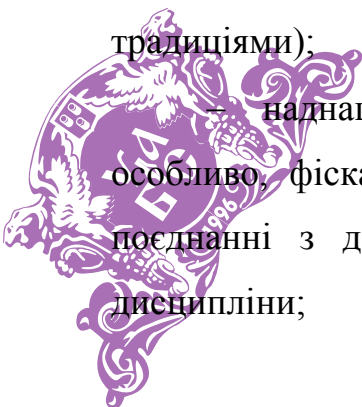
регіональної валютно-фінансової інтеграції та виступило каталізатором процесів валютної інтеграції у різних регіонах світу.

По-друге, аналіз діяльності існуючих міжнародних інтеграційних об'єднань та оцінка перспектив формування на їх базі нових регіональних валют дозволяє виділити наступні валютні регіони: Єврозона, Східна, Центральна та Південна Африка, Північна, Центральна та Латинська Америка, Карибський басейн, Перська затока, Південно-Східна Азія, Австралія та Океанія. Пожвавлення процесів валютної інтеграції спостерігається також на пострадянському просторі.

По-третє, у світовій практиці можна виділити декілька форм валютної інтеграції, основними з яких є: співробітництво зі стабілізації обмінних курсів, створення платіжного союзу, валютної зони та валютного союзу, як вищої форми регіональної валютної інтеграції. Кожна форма, у свою чергу, має декілька варіантів реалізації, що характеризуються відповідними перевагами та недоліками.

По-четверте, як свідчить міжнародний досвід, успішному розвитку процесів регіональної валютної інтеграції сприяє низка факторів, серед яких можна виділити наявність:

- валюти-монетарного якоря з низькою інфляцією, а також співробітництва зі стабілізації курсів валют країн-учасниць;
- сильної економічної інтеграції країн-учасниць;
- сильної політичної волі, що полягає у згоді пожертвувати елементами національного суверенітету заради отримання вигод від інтеграції у довгостроковому періоді (основними мотивами можуть виступати протистояння іншим країнам та їх угрупованням, захист економічних (зокрема, торговельних) інтересів, об'єднання за етнічним походженням та спільними традиціями);
- наднаціональної інституційної основи для координації валютної та, особливо, фіскальної політики, а також багатосторонньої системи нагляду в поєднанні з дієвими механізмами стимулювання валютної та фіскальної дисципліни;

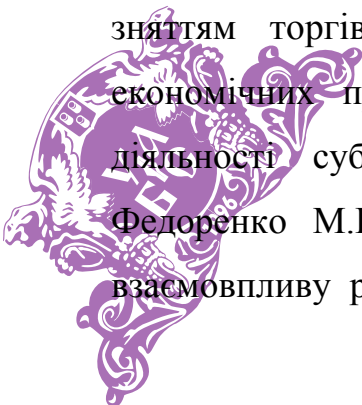


- розвинутого банківського сектору в країнах-учасницях, сильного пруденційного регулювання та нагляду за фінансовими ринками;
- спільних державних кордонів.

1.3 Розвиток валютного регулювання в Україні у контексті фінансової глобалізації.

Вітчизняні науковці [112] до основних складових глобального фінансового середовища відносять: міжнародні фінансові ринки, міжнародну банківську справу, фінанси міжнародних корпорацій, міжнародне інвестування, міжнародні фінансові організації та міждержавний фінансовий сектор. На нашу думку, економічні відносини, у межах зазначених вище складових глобального фінансового середовища, у більшості випадків будуть пов'язані з купівлею, продажем, обміном, пересиланням та іншими операціями з іноземною валютою. Таким чином, валютні операції та фінансова глобалізація є взаємообумовлюючими процесами, які перебувають у діалектичному взаємозв'язку. У свою чергу, система валютного регулювання призначена для здійснення регулятивного впливу з боку державних органів на суб'єкти валютних операцій. Як наслідок, правомірно ставити питання щодо дослідження розвитку системи валютного регулювання у контексті фінансової глобалізації.

У роботі Б.І. Пшика [113] зазначається, що глобалізація характеризується зняттям торгівельних та інвестиційних перешкод, створенням спільних економічних просторів, а також проявляється у розширенні економічної діяльності суб'єктів господарювання за межі національної економіки. Федоренко М.В. під глобалізацією розуміє посилення взаємозалежності і взаємовпливу різних сфер і процесів світової економіки, яке виражається у

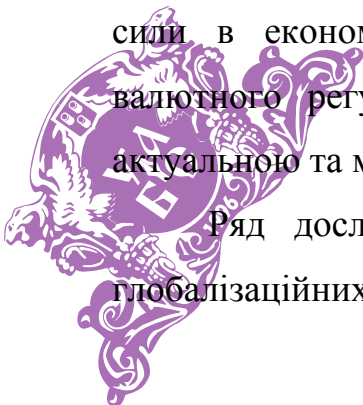


поступовому перетворенні світового господарства на єдиний ринок [119]. Досить детально етимологія та генезис поняття «глобалізація» розглядаються у роботі В.Д. Щербака [124]. На основі узагальнення зазначених вище джерел, а також враховуючи матеріал підрозділу 1.1 даного дисертаційного дослідження, можна зробити висновок, що поняття «економічна глобалізація» та «економічна інтеграція» можуть мати як подібне, так і відмінне змістовне навантаження залежно від контексту дослідження у межах якого вони використовуються.

У рамках даної роботи відмінність між даними поняттями є не суттєвою і ми їх вважаємо тотожними. На думку В. Д. Щербака [124], термін «економічна глобалізація» означає процес дедалі більшої всесвітньої економічної інтеграції, головними рушійними силами якого є лібералізація міжнародної торгівлі і руху капіталів, зростання темпів технологічного прогресу та дерегулювання економічних відносин. Отже, висновки зроблені у підрозділі 1.1 дослідження щодо сутності та видів фінансової (валютної) інтеграції також будуть справедливі для процесів фінансової глобалізації.

У підрозділі 1.1 наголошувалось на досить складній структурі економічної інтеграції, яка передбачає інтеграційні процеси у межах окремих сфер економічної діяльності ключовими з яких є торгівля та фінанси. З іншого боку, цілий ряд дослідників справедливо зазначають, що рівень та динаміка глобалізації фінансової сфери, на даний час, істотно випереджають інші сфери економіки [112; 115; 122, 124]. Зокрема, представник Національного банку України В.Д. Щербак вважає, що експансія глобального фінансового сектора радикально змінює увесь вимір міжнародної економіки та зв'язків у ній, підпорядковуючи логіці та алогічності глобальних потоків капіталу весь спектр міжнародних економічних відносин та присутності держави як регулюючої сили в економіці [121]. Таким чином, проблема дослідження розвитку валютного регулювання, з точки зору процесу фінансової глобалізації, є актуальною та має практичне значення.

Ряд дослідників досить ґрунтовно вивчали окремі аспекти впливу глобалізаційних та інтеграційних процесів на вітчизняну фінансову систему.



Наприклад, Ф.І. Шпиг досить детально проаналізував проблему входження на вітчизняний банківський ринок філій іноземних банків [114]. Ряд досліджень присвячено комплексному вивченню ключових тенденцій у сфері банківської діяльності, які розвиваються під впливом глобалізації [113; 119]. У роботі І. М. Боярко та Л. Л. Гриценко наголошується на впливі процесів глобалізації на формування стратегії розвитку фінансового сектору України, яка повинна ґрунтуватись на принципах захисту національних інтересів та підвищення рівня конкурентоспроможності національної фінансової системи [122].

Також наявні дослідження щодо розвитку системи валютного регулювання в Україні. Зокрема, Ольга Володимир обґрунтовує необхідність розробки комплексної програми реформування валютного регулювання в Україні та описує її основні положення [116]. Стаття Філіпенко Т.В. стосується розвитку концепції валютної політики [117]. Автор робить акцент на обґрунтуванні її структури та інструментів реалізації. Однак, проблему дослідження генезису валютного регулювання з точки зору розвитку глобалізаційних процесів досліджено не повністю.

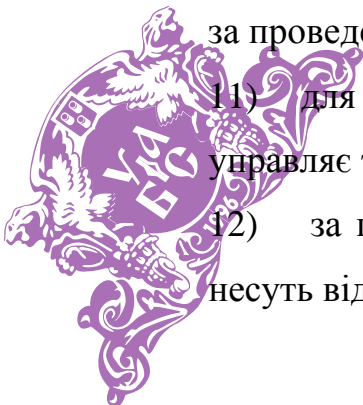
Дослідження розвитку валютного регулювання, з точки зору впливу на даний процес фінансової глобалізації, доцільно розпочати з аналізу методологічних засад валютного регулювання в Україні. Ключові аспекти системи валютного регулювання визначаються Декретом «Про систему валютного регулювання і валютного контролю» (далі Декрет) [82]. Даний документ встановлює загальні принципи валютного регулювання, а також визначає повноваження державних органів, функції банків та інших фінансових установ України щодо регулювання валютних операцій. Крім того, даним нормативним актом регулюються права й обов'язки суб'єктів валютних відносин.

До основних принципів валютного регулювання, що визначені Декретом [82] можна віднести:

- 1) право резидентів і нерезидентів здійснювати валютні операції із врахуванням обмежень, які визначені законодавством (стаття 2);



- 2) порядок ввезення (вивезення), переказування і пересилання з-за кордону (за кордон) резидентами і нерезидентами валюти України встановлюється Національним банком України (стаття 3);
- 3) уповноважені банки та інші фінансові установи, що одержали ліцензію, повинні купувати іноземну валюту на міжбанківському валютному ринку України (далі МВР) як для власних потреб, так і за дорученням та за рахунок клієнтів (стаття 4 та стаття 6);
- 4) Національний банк України виступає суб'єктом міжбанківського валютного ринку України та здійснює на ньому операції з метою підтримки стабільності валюти України (стаття 4);
- 5) валютні операції можуть здійснюватись виключно за наявності індивідуальної або генеральної ліцензії, що надається Національним банком України (стаття 5);
- 6) готівкові валютні операції з фізичними особами здійснюються виключно через уповноважені банки та інші фінансові установи, що одержали ліцензію або їх агентів (стаття 6);
- 7) у межах торговельного обороту, розрахунках між резидентами і нерезидентами в іноземній валюті повинні здійснюватись лише через уповноважені банки (стаття 7);
- 8) НБУ встановлює валютні (обмінні) курси іноземних валют по відношенню до валюти України, які використовуються для здійснення валютних операцій (стаття 8);
- 9) Національний банк, може визначати граничні розміри маржі за операціями на МВР (стаття 8);
- 10) порядок та строки подання звітності резидентами і нерезидентами за проведеними валютними операціями визначаються НБУ (стаття 10);
- 11) для підтримання валютного курсу валюти України НБУ формує, управляє та використовує офіційні валютні резерви (стаття 15);
- 12) за порушення валютного законодавства резиденти та нерезиденти несуть відповідальність у відповідності до положень статті 16.

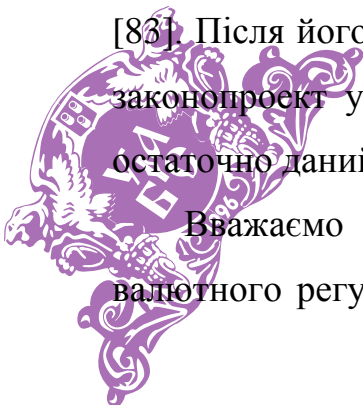


Статтею 11 Декрету визначено функції Національного банку України та Кабінету Міністрів України у сфері валютного регулювання. Вивчення змісту даної статті дає підстави стверджувати, що основним органом валютного регулювання у нашій державі є Національний банк. Більшість функцій НБУ, що визначені даною статтею спрямовані на реалізацію принципів валютного регулювання, які були розглянуті нами вище. Крім того, Національний банк у сфері валютного регулювання має наступні повноваження: здійснює валютну політику виходячи із загальної економічної політики України; складає платіжний баланс України; видає нормативні акти щодо здійснення операцій на валютному ринку України.

Повноваження Кабінету Міністрів України у сфері валютного регулювання переважно стосуються: визначення ліміту зовнішнього державного боргу України; участі у складанні платіжного балансу України; забезпечення виконання бюджетної та податкової політики в аспекті, що стосується руху валютних цінностей.

Таким чином, Декрет, який прийнятий майже 20 років тому, регулює ключові методологічні засади валютного регулювання в Україні. Не зважаючи на те, що у даний документ постійно вносяться зміни та доповнення, підходи до формування методологічних засад валютного регулювання в Україні потребують перегляду та деталізації, зокрема із врахуванням глобалізаційних процесів у сфері фінансових відносин. Необхідність заміни Декрету більш ґрунтовним нормативним актом протягом останніх років перманентно обговорювалась представниками органів влади. Зокрема, на початку 2007 року у Верховній Раді України був зареєстрований проект Закону України "Про валютне регулювання та валютний контроль в Україні" (далі Проект Закону) [83]. Після його обговорення та доопрацювання, яке тривало біля двох місяців, законопроект у квітні 2007 року було прийнято у першому читанні. Однак, остаточно даний документ так і не був прийнятий.

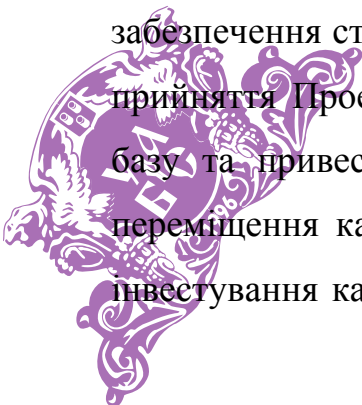
Вважаємо за доцільне більш детально розглянути ключові зміни щодо валютного регулювання, які передбачались Проектом Закону. Більш детально



розглянемо положення закону, які відображають реформування системи валютного регулювання під впливом фінансової глобалізації, зокрема в аспекті формування регіональних валютних інтеграційних утворень.

До основних напрямків реформування системи валютного регулювання, що передбачались Проектом Закону, можна віднести: законодавче закріплення можливості введення обов'язкового продажу резидентами іноземної валюти на валютному ринку України для підтримки стабільності національної валюти; надання дозволу фізичним особам резидентам України відкривати банківські рахунки за межами України; надання дозволу фізичним особам як резидентам, так і нерезидентам без обмежень вивозити національну валюту за межі України; визначення порядку здійснення резидентами та нерезидентами резервування коштів; встановлення порядку здійснення розрахунків за експортними та імпорнтними операціями; уточнення порядку застосування санкцій за порушення валютного законодавства. З одного боку, деякі із розглянутих вище положень повинні сприяти лібералізації валютного регулювання в Україні, а з іншого – окремі напрямки реформування збільшують рівень державного впливу на валютні відносини. До останніх, перш за все, можна віднести введення обов'язкового продажу резидентами іноземної валюти.

У пояснювальній записці [84], автори законопроекту зазначають, що він спрямований на досягнення специфічних цілей валютної політики: лібералізацію валютних відносин у країні; забезпечення збалансованості платіжного балансу та стабільних джерел надходження іноземної валюти на національний ринок; забезпечення високого рівня конвертованості національної валюти; захист іноземних та національних інвестицій у країні; забезпечення стабільності курсу національної валюти. Вони також вважали, що прийняття Проекту Закону, по-перше, дасть змогу удосконалити законодавчу базу та привести її у відповідність з міжнародними вимогами про вільне переміщення капіталу; а по-друге, дозволить створити сприятливі умови для інвестування капіталу в українську економіку, розвитку міжнародних зв'язків,

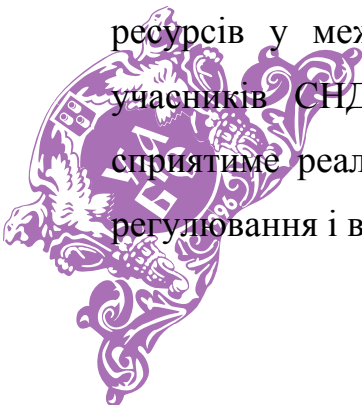


зняття напруженості у відносинах з іноземними партнерами, а також сприятиме діловій активності іноземних громадян в Україні. На думку авторів, даний закон міг би сприяти вдосконаленню законодавчого забезпечення реалізації єдиної державної валютної політики та стабільності валютного ринку України.

Підсумовуючи зазначене вище, можна стверджувати, що при розробці та обговоренні необхідності прийняття Проекту Закону народні депутати, перш за все, керувались необхідністю лібералізації національних підходів до валютного регулювання. Дана реформа повинна була сприяти розвитку міжнародних торговельних та фінансових відносин України та створювала певні передумови для регіональної валютної інтеграції. Однак, ряд дискусійних положень даного закону, зокрема норма щодо введення обов'язкового продажу резидентами іноземної валюти, порушували його внутрішню логіку спрямовану на лібералізацію підходів щодо валютного регулювання.

Ми розглянули підходи до лібералізації концептуальних засад валютного регулювання на рівні національного законодавства. Інший напрямок лібералізації валютного регулювання передбачає приєднання до міжнародних угод.

У жовтні 2011 році у Росії (м. Санкт-Петербург) була прийнята Угода про основні принципи політики у сфері валютного регулювання та валютного контролю у державах-учасниках СНД (далі Угода) [85]. Сторонами даної Угоди виступають Уряди і центральні (національні) банки держав-учасників Співдружності Незалежних Держав. При обґрунтуванні доцільності підписання Угоди, наводяться наступні тези: ефективна співпраця у валютній сфері є необхідною складовою економічної інтеграції; створення умов для вільного руху капіталу сформує передумови для ефективного розподілу економічних ресурсів у межах СНД; гармонізація та уніфікації законодавства держав-учасників СНД у валютній сфері, з врахуванням міжнародної практики, сприятиме реалізації узгодженої та ефективної політики у сфері валютного регулювання і валютного контролю.

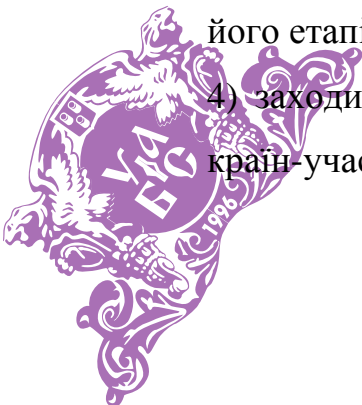


У відповідності до статті 4 даної Угоди, основним принципом політики у сфері валютного регулювання і валютного контролю визначається поступове послаблення та відміна валютних обмежень відносно валютних операцій за якими застосовуються заходи лібералізації. Перелік даних операцій визначено статтями 11 та 12 даного документу [85]. Зокрема статтею 11 визначено перелік операцій пов'язаних зі здійсненням платежів (розрахунків) та переводом грошових коштів між резидентами країн-учасниць Угоди, а також перелік операцій пов'язаних з відкриттям рахунків у країнах-учасницях.

У статті 12 зазначається, що країни, які підписали Угоду, після закінчення 90 днів з дати набрання нею чинності, відмінюють валютні обмеження за наступними валютними операціями. По-перше, за платежами, пов'язаними із залученням і наданням кредитів (позик) у грошовій формі між резидентами країн-учасниць Угоди. По-друге, за платежами (розрахунками) та переказом грошей, які пов'язані з придбанням через організовані ринки (біржі) країн-учасниць Угоди облігацій і інших цінних паперів (крім акцій) комерційних організацій, що є резидентами країн-учасниць Угоди.

Реалізація основного принципу, щодо лібералізації валютного регулювання, за розглянутими вище валютними операціями, повинна проходити на основі:

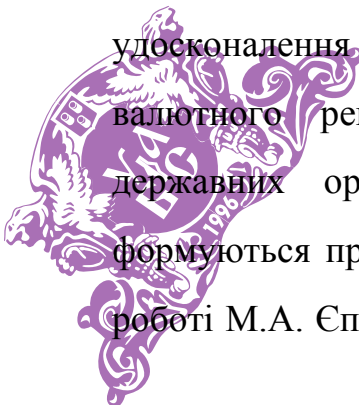
- 1) добровільної участі країн-учасниць Угоди у спільних заходах у валютній сфері;
- 2) еволюційного підходу, що передбачає поступову та поетапну лібералізацію валютних відносин;
- 3) дотримання балансу між поточними макроекономічними умовами в країнах-учасницях Угоди та валютним співробітництвом на кожному з його етапів;
- 4) заходи щодо лібералізації повинні застосовуватись до резидентів усіх країн-учасниць Угоди без дискримінації;



- 5) кожна з країн, може застосовувати заходи лібералізації, без погодження з іншими країнами-учасницями Угоди, якщо вони стосуються операцій не передбачених статтями 11 та 12;
- б) сторони Угоди повинні уникати введення будь-яких нових валютних обмежень, а також зміни національного валютного законодавства у напрямку введення нових обмежень при здійсненні валютних операцій.

Таким чином, проаналізована вище Угода переважно спрямована на лібералізацію валютного регулювання держав-учасниць СНД з метою інтенсифікації економічних зв'язків між ними. Зазначимо, що дану Угоду необхідно розглядати як конкретний механізм реалізації принципів, що визначені у Концепції співробітництва та координації діяльності держав-учасниць СНД у валютній сфері, яка була затверджена Рішенням Ради голів урядів СНД 15 вересня 2004 року [86]. Останній документ визначає: принципи проведення узгодженої валютної політики, цілі взаємодії у сфері валютних відносин держав-учасниць СНД, напрямки узгодженої валютної політики та механізми її реалізації. Крім того, були встановлені основні етапи переходу до узгодженої валютної політики: I етап (2004-2006 рр.); II етап (2006-2010 рр.) та III етап (2010-2011 рр.). Враховуючи, що даний документ стосується не лише валютного регулювання, а валютної політики в цілому, ми більш детально розглянемо його положення, з точки зору дослідження економічної ефективності формування валютного союзу країн СНД, у наступних підрозділах роботи.

Провівши дослідження поточного стану та перспектив реформування, у контексті інтеграційних процесів, базових (стратегічних) засад валютного регулювання в Україні, пропонуємо проаналізувати тактичні заходи щодо удосконалення системи валютного регулювання. Зазначимо, що зміст валютного регулювання полягає у регулятивному впливі відповідних державних органів на суб'єкти валютних відносин, внаслідок якого формуються правила виконання тих чи інших валютних операцій. Наведені у роботі М.А. Єпіфанової [123] результати узагальнення наукових підходів щодо



визначення поняття «валютне регулювання» підтверджують визначений нами зміст даного поняття.

Основним органом валютного регулювання, який має найбільше коло повноважень у даній сфері регулятивної діяльності, є Національний банк України. Таким чином, еволюцію валютного регулювання на тактичному рівні можна дослідити шляхом аналізу змін у підзаконних нормативних актах НБУ, які визначають порядок здійснення валютних операцій. Для того, щоб прослідкувати еволюцію валютного регулювання на різних фазах економічного циклу, пропонуємо дослідити ключові зміни у нормативних актах Національного банку в протязом 2006-2011 років.

Спочатку розглянемо ключові зміни у нормативні акти, що були внесені Національним банком протязом передкризового періоду. Дані заходи визначали напрямок реформування валютного регулювання в Україні протязом 2006, 2007 та перших трьох кварталів 2008 років (табл. 1.8).

Ключовими змінами 2006 року було розширення прав окремих суб'єктів (страхові компанії та Укрпошта) щодо здійснення операцій на валютному ринку України. Дані зміни сприяли лібералізації валютних відносин шляхом спрощення реалізації певних валютних операцій для фінансових посередників та кінцевих споживачів їх послуг.

У 2007 році більшість змін у системі валютного регулювання стосувались удосконалення процесу отримання кредитів резидентами від нерезидентів. Вносячи дані зміни Національний банк намагався вирішити декілька взаємопов'язаних завдань: розширити попит на національну валюту, створити економічні умови для формування довгострокових валютних ресурсів з метою реалізації стратегічних проектів, підвищити контроль за короткостроковими (спекулятивними) валютними потоками.

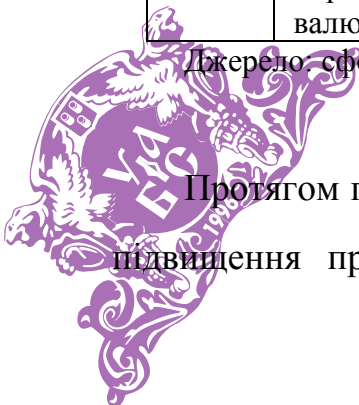


Заходи НБУ щодо валютного регулювання у передкризовий період

Рік	Сутність заходу	Причини застосування та/або очікуваний ефект.
2006	Страховим компаніям-резидентам надано право купувати іноземну валюту.	Необхідність виплати страхового відшкодування нерезидентам. Розвиток страхового ринку.
	Визначення порядку здійснення Укрпоштою валютнообмінних операцій.	Розширення функцій Укрпошти, зокрема, здійснення міжнародних поштових переказів для ФО. Спрощення та підвищення ефективності міждержавних переказів.
	Підвищення вимог до діяльності пунктів обміну валют.	Поліпшення обслуговування населення та забезпечення дієвого контролю з боку уповноважених банків.
2007	Підтримка ініціативи ЄБРР щодо впровадження програми фінансування кредитних проектів резидентів України у гривні	Розширення сфери використання національної валюти та підвищення попиту на неї.
	Надання права резидентам-позичальникам накопичувати цільові кошти для сплати кредитів в іноземній валюті, що отримані у межах міждержавних угод або під державні гарантії.	Створення умов для реалізації стратегічних проектів, які фінансуються за рахунок іноземних кредитів, залучених під державні гарантії.
	Обмеження граничної вартості кредитів у іноземній валюті отриманих резидентами від нерезидентів.	Недопущення безпідставного відпливу капіталу за межі України через сплату завищених відсотків за валютними кредитами.
	Запроваджено реєстрацію з 01.01.2008 р. договорів банків про залучення короткострокових зовнішніх кредитів в іноземній валюті.	Підвищення якості контролю за даними валютними операцій, які можуть здійснювати дестабілізуючий вплив на валютний ринок; а також контроль загальної динаміки валового зовнішнього боргу України.
Січень-вересень 2008	Вдосконалення положень нормативних актів, які регулюють функціонування міжбанківського валютного ринку України.	Оптимізація функціонування валютного ринку України, зокрема, запровадження моніторингу (у режимі реального часу) попиту та пропозиції іноземної валюти на міжбанківському валютному ринку України.
	Спрощення для фізичних осіб процедури здійснення переказів валютних коштів за межі України.	Приведення у відповідність до законодавства ЄС вимоги щодо переміщення валютних цінностей через кордон України.

Джерело: сформовано автором на основі [87; 88; 89].

Протягом перших трьох кварталів 2008 року НБУ здійснював заходи щодо підвищення прозорості та ефективності функціонування валютного ринку

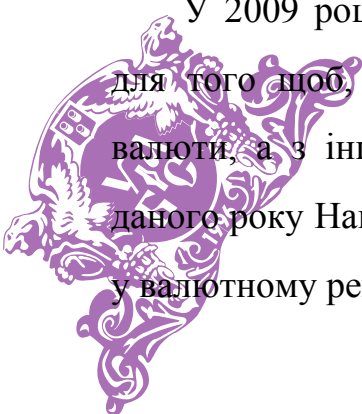


України. Також було спрощено порядок здійснення міжнародних валютних переказів фізичними особами, що забезпечило підтримку процесів економічної інтеграції у площині міжнародної трудової міграції.

Протягом четвертого кварталу 2008 року, який характеризувався наростанням кризових процесів на міжнародному та національному фінансових ринках, Національний банк запровадив ряд жорстких адміністративних заходів спрямованих на стабілізацію ситуації на грошовому ринку в цілому та на його валютному сегменті зокрема (табл. 1.9). Постановою НБУ №319 [93] впроваджувалось ряд заходів спрямованих на посилення регулювання діяльності банків, зокрема, значна їх частка була спрямована на посилення валютного регулювання. Даним документом заборонялось надання додаткових кредитних коштів у іноземній валюті позичальникам, які не мають валютної виручки. Також встановлювався мораторій на дострокове погашення банками будь-яких депозитів, зокрема номінованих у іноземній валюті. Крім того, введено обмеження щодо здійснення: операцій через кореспондентські рахунки "лоро" банків-нерезидентів, переказу іноземної валюти за поточними валютними неторговельними операціями фізичних осіб - резидентів і нерезидентів, купівлі іноземної валюти на міжбанківському валютному ринку.

Частина зазначених вище заходів була скасована після прийняття постанови №413 [95] від 04.12.2008 року, якою була відмінена постанова №319 [93]. Однак, цілий ряд заходів валютного регулювання продовжили діяти та були введені деякі нові обмеження.

У 2009 році НБУ активно удосконалював норми валютного регулювання для того щоб, з одного боку, зупинити поточну девальвацію національної валюти, а з іншого запобігти подібним процесам у майбутньому. Протягом даного року Національний банк видав більше 10 постанов, які стосувались змін у валютному регулюванні (табл. 1.9).

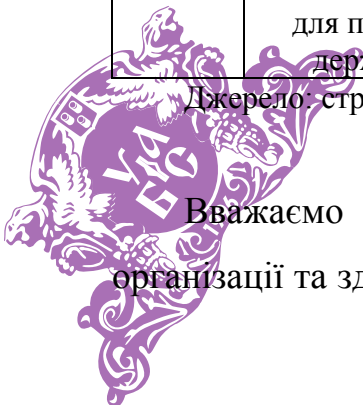


Заходи Національного банку в сфері валютного регулювання у період
загострення фінансової кризи

Рік	Сутність заходу	Причини застосування та/або очікуваний ефект.
жовтень- грудень 2008	Впровадження жорстких адміністративних обмежень щодо здійснення валютних операцій [93].	Різде погіршення ліквідності банків прискорення відтоку іноземної валюти з банківської системи і різке підвищення попиту на неї.
	Встановлено обов'язковий п'ятиденний строк розміщення на окремому рахунку банку коштів клієнтів, призначених для проведення купівлі іноземної валюти з метою повернення за межі України іноземних інвестицій [94].	Забезпечення посиленого контролю, з боку уповноважених банків, за операціями пов'язаними з відтоком валюти.
	Визначено новий порядок функціонування міжбанківського валютного ринку України, зокрема передбачено заборону на здійснення банками спекулятивних операцій з іноземною валютою між собою [96].	Обмеження попиту на іноземну валюту для збалансування валютного ринку в умовах загострення кризових явищ.
	З грудня 2008 року започатковано проведення валютних аукціонів.	Підвищення прозорості валютних інтервенцій Національного банку України.
	Використання інструментів валютного регулювання експорту-імпорту капіталу.	Необхідність обмеження короткострокових зовнішніх запозичень, що характеризувались підвищеною нестійкістю та могли провокувати валютні дисбаланси.
2009	Внесено істотні зміни до порядку організації та здійснення валютно-обмінних операцій на території України [97].	Запобігання штучному завищенню обмінних курсів продажу готівкової іноземної валюти та створення рівних можливостей щодо купівлі населенням іноземної валюти.
	Удосконалено методику розрахунку дотримання банками лімітів відкритої валютної позиції [98].	Збалансування валютної структури активів та зобов'язань банку.
	Запроваджено торгівлю, на міжбанківському валютному ринку України, іноземною валютою за гривні на умовах "форвард" [99].	Хеджування резидентами, які є суб'єктами зовнішньоекономічної діяльності, а також банками ризику зміни валютного курсу до гривні.
	Переглянуто порядок видачі індивідуальних ліцензій на переказ іноземної валюти за межі нашої держави для придбання облігацій зовнішніх державних позик України [100].	Запобігання непередбачуваному витрачанням золотовалютних резервів та зниження тиску на платіжний баланс.

Джерело: структуровано автором на основі [89; 90; 93-100].

Вважаємо за доцільне деталізувати зміни до Інструкції про порядок організації та здійснення валютно-обмінних операцій на території України [97],



які були спрямовані на стабілізацію готівкового валютного ринку нашої держави. Для досягнення зазначеної мети впроваджено: вимогу щодо встановлення єдиних по системі банку курсів купівлі та продажу готівкових іноземних валют за гривні, причому дані курси не можуть змінюватись протягом робочого дня; заборону на стягнення банками комісії за проведення операцій з купівлі-продажу готівкової іноземної валюти. Зазначимо, що дані заходи виявились досить дієвими, оскільки наведені вище положення, не втратили чинність і протягом посткризового періоду.

Також була впроваджена заборона на здійснення операцій із продажу іноземної валюти через касу банку одній особі в один робочий день у сумі, що перевищує в еквіваленті 80 000 гривень. Крім того введено ідентифікацію клієнтів (шляхом копіювання паспорту), які здійснюють операції з обміну валют на суму від 50 000 до 80 000 гривень. Останні два заходи також виявились досить ефективними і застосовуються на даний час із певним змінами. Зміст, причини та очікувані результати застосування інших ключових заходів розкриті у таблиці 1.9.

Розглянуті вище зміни до системи валютного регулювання дозволили стабілізувати параметри валютного ринку та валютний курс. Як наслідок, протягом посткризового періоду 2010-2011 тривав процес відміни тимчасових антикризових адміністративних обмежень та подальшої лібералізації валютного ринку України (табл. 1.10).

Одна із ключових змін була спрямована на розширення інструментів здійснення операцій на валютному ринку України шляхом впровадження операцій «своп» [102]. Зазначимо, що уповноважені банки можуть здійснювати валютні операції на умовах «своп» на національному або міжнародному ринку, між собою або з Національним банком України. Дана операція широко використовується на міжнародних валютних ринках та національних фінансових ринках економічно розвинених країн для хеджування валютних ризиків банків та їх клієнтів.



Заходи НБУ щодо валютного регулювання у посткризовий період

Рік	Сутність заходу	Причини застосування та/або очікуваний ефект.
2010	Збільшено на 1 годину часові межі функціонування міжбанківського валютного ринку України.	Оптимізація торгівлі безготівковою іноземною валютою.
	Скасовано вимогу відносно утримання банками, яким було надано кредитну підтримку, середньозваженого курсу гривні до долара США [101].	Відміна санкцій з огляду на певну стабілізацію міжбанківського валютного ринку України.
	Впроваджено механізм здійснення валютних інтервенції шляхом проведення з банками операцій купівлі-продажу безготівкової іноземної валюти на умовах "своп" [102].	Хеджування валютних ризиків банків та їх клієнтів.
	Надано можливість здійснювати купівлю безготівкової іноземної валюти на МВР для забезпечення виконання операцій передбачених індивідуальною ліцензією НБУ [102].	Відновлення норми, яка була скасована на початку 2009 року під час фінансової кризи.
	Погодження НБУ проекту Міжнародної фінансової корпорації (МФК) щодо надання резидентам кредитів та гарантій у гривнях, а також визначення механізму його реалізації [103].	Сприяння кредитній підтримці реального сектору економіки України.
	Комплексне внесення змін до нормативної бази регулювання валютних операцій, пов'язаних з інвестиційною діяльністю іноземних інвесторів [104].	Створення сприятливого інвестиційного клімату та активізація інвестиційної діяльності нерезидентів в Україні.
2011	Затверджено положення «Про порядок надання банкам і філіям іноземних банків генеральних ліцензій на здійснення валютних операцій» [106].	Приведення підзаконних нормативних актів у відповідність до законів України та спрощення процедури ліцензування.
	Передбачено використання крос-курсів, розрахованих через курс долара США, для визначення курсів гривні до іноземних валют для яких відсутній щоденний фіксинг до євро [107].	Оптимізація порядку встановлено офіційних курсів гривні до іноземних валют.
	Внесено зміни щодо порядку функціонування кореспондентських рахунків в іноземній валюті [108] та порядку виконання документів на переказ коштів в іноземній валюті [109].	Приведення нормативних актів до вимог чинного законодавства, а також покращення процедури примусового виконання рішень судів та інших органів.

Джерело: структуровано автором на основі [91; 92; 101-109].

Впровадження у 2010 році операцій «своп» та у 2009 році операції «форвард» забезпечили розвиток сегменту похідних інструментів валютного ринку України. Необхідність розвитку валютних деривативів, у відповідності до практики здійснення операцій на світових валютних ринках, обґрунтовується у роботі О.М. Колодізева [86]. Таким чином, впровадження

похідних інструментів наближає умови здійснення валютних операцій на національному валютному ринку до міжнародної практики, що сприяє глобалізації фінансових ринків України. Однак, чинним законодавством [91] передбачено ряд обмежень щодо використання валютних деривативів (здійснення операцій з валютами 1-ї групи Класифікатора, строк не повинен перевищувати 365 календарних), які певним чином обмежують їх використання.

Також у 2010 році відбувалось всебічне реформування нормативної бази, яка врегульовує порядок здійснення інвестиційної діяльності іноземних інвесторів. Дане реформування відбулось шляхом прийняття постанови Правління НБУ № 572 [104], якою передбачалось:

- скасування вимоги щодо обов'язкового (п'ятиденного) строку розміщення на окремому аналітичному рахунку балансового рахунку банку коштів клієнта, які використовуються для здійснення купівлі іноземної валюти;
- максимальне спрощення вимог до пакета документів, що вимагається при репатріації дивідендів іноземним інвесторам;
- анулювання обов'язку щодо надання підтвердження повноти сплати податків з доходів іноземних інвесторів;
- удосконалення порядку повернення іноземних інвестицій за операціями купівлі-продажу цінних паперів на українських фондових біржах.

Таким чином, більшість заходів з валютного регулювання у 2010 року спрямовувались на відміну (або послаблення впливу) адміністративних інструментів регулювання валютних відносин та їх подальшу лібералізацію. Даний процес обумовлювався як позитивними тенденціями на валютному ринку України, так і зобов'язаннями України щодо поступової лібералізації валютного ринку передбачених Меморандумом про економічну і фінансову політику з МВФ, а також планом заходів з лібералізації валютного ринку в рамках реалізації програми "Стенд-бай".

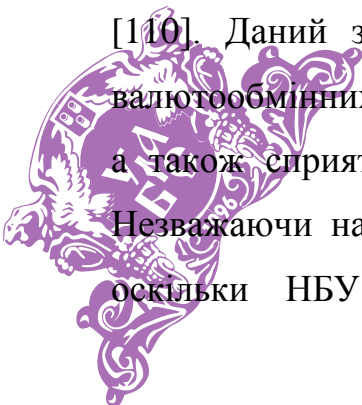
Ключовим заходом валютного регулювання у 2011 році, стало затвердження Національним банком положення «Про порядок надання банкам



і філіям іноземних банків генеральних ліцензій на здійснення валютних операцій» [106]. Даним документом суттєво спрощено процедуру ліцензування валютних операцій: замість декількох письмових дозволів на здійснення окремих валютних операцій тепер банк отримує одну генеральну ліцензію із переліком усіх валютних операцій які він має право здійснювати. Також суттєво спрощуються вимоги для отримання генеральної ліцензії або для розширення переліку валютних операцій, які нею передбачені. Серед переліку таких вимог Національний банк залишив лише три ключових: відповідність розміру регулятивного капіталу, відсутність заходів впливу або штрафних санкцій за порушення вимог банківського та валютного законодавства України, наявність затверджених керівником банку положень банку щодо виконання відповідних операцій.

Таким чином, спрощення підходів щодо ліцензування валютних операцій полегшує доступ фінансових посередників на різні сегменти національного валютного ринку. Як наслідок, можна прогнозувати підвищення конкуренції на валютному ринку України як шляхом розширення спектру валютних операцій середніми та малими банками, так і шляхом залучення до операцій на валютному ринку філій іноземних банків. Зазначені процеси засвідчують поступальний розвиток валютного регулювання в Україні у контексті фінансової глобалізації.

У першому півріччі 2012 року Національним банком було проведено два основні заходи щодо зміни системи валютного регулювання, які доцільно розглядати у аспекті фінансової глобалізації. По-перше, спрощено порядок здійснення операцій з обміну готівкової іноземної валюти для нерезидентів на період проведення фінальної частини чемпіонату Європи 2012 року з футболу [110]. Даний захід є тимчасовим, він повинен був забезпечити зручність валютообмінних операцій на період проведення чемпіонату Європи 2012 року, а також сприяти надходженню готівкової іноземної валюти у каси банків. Незважаючи на тимчасовість даного заходу його можна оцінити позитивно, оскільки НБУ продемонстрував здатність швидко адаптувати систему

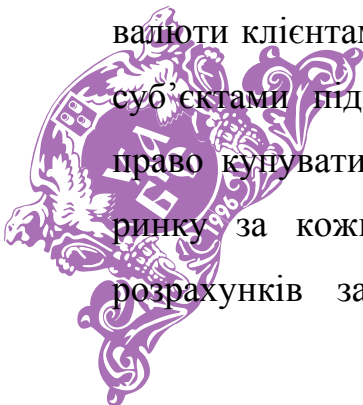


валютного регулювання реагувати до соціально-економічних подій пов'язаних з інтеграційними процесами у різних сферах життя.

По-друге, дозволено розрахунки в гривні між резидентами і нерезидентами, в межах торговельного обороту, через уповноважені банки без індивідуальних ліцензій НБУ [111]. Крім того, банки-нерезиденти отримали право, за рахунок коштів їх клієнтів на кореспондентських рахунках даних банків у гривнях в уповноважених банках України, купувати на міжбанківському валютному ринку України іноземну валюту. Спрощення валютних операцій для нерезидентів, що здійснюються у межах торгового обороту держави, можна розглядати як вагомий спосіб підтримки інтеграційних процесів у економіці, що приносить перманентний позитивний економічний ефект.

Поряд із лібералізацією валютного регулювання Національний банк удосконалював процедури контролю за дотриманням валютного законодавства. Зокрема, у липні 2012 року НБУ затвердив Постанову №304, якою вніс зміни до Положення про порядок проведення перевірок щодо дотримання банками вимог валютного законодавства України та перевірок пунктів обміну іноземної валюти на території України. Даними змінами розширено, шляхом включення філій іноземних банків, перелік суб'єктів фінансового ринку на які розповсюджуються положення зазначеної постанови. Також уточнено підстави та порядок призначення планових і позапланових перевірок щодо дотримання банками вимог валютного законодавства.

Крім того, постановою Правління НБУ № 308 від 19.07.2012 р. затверджено зміни до Положення про порядок та умови торгівлі іноземною валютою. Даними змінами уточнюється порядок купівлі та обміну іноземної валюти клієнтами-резидентами (юридичними особами та фізичними особами – суб'єктами підприємницької діяльності). Визначено, що дані особи мають право купувати та / або обмінювати іноземну валюту через одного суб'єкта ринку за кожним зовнішньоекономічним договором з нерезидентом для розрахунків за торговельними операціями. Суб'єкт ринку, через який



здійснювалися розрахунки за таким договором, надає (на письмовий запит клієнта-резидента) у довільній формі всю наявну в нього інформацію про незавершені розрахунки резидента та обсяги купленої, обмінної та перерахованої іноземної валюти за цим договором.

Також у серпні-листопаді 2012 року відбулись наступні зміни у нормативно-правовій базі регулювання валютних відносин:

- законом України від 16 жовтня 2012 року № 5446-VI були прийняті поправки до Статей Угоди Міжнародного валютного фонду щодо перегляду квот держав-членів і реформи Виконавчої ради;
- постановою Національного банку від 17 жовтня 2012 р. № 428 внесено зміни до Положення про застосування іноземної валюти в страховій діяльності;
- постанова Правління НБУ від 21 серпня 2012 р. № 349 удосконалено порядок організації та здійснення валютно-обмінних операцій на території України за допомогою програмно-технічних комплексів самообслуговування;
- внесено зміни до Положення про порядок отримання резидентами кредитів, позик в іноземній валюті від нерезидентів і надання резидентами позик в іноземній валюті нерезидентам, затверджені постановою Правління НБУ від 29 жовтня 2012 р. № 450;
- затверджено зміни до Положення про порядок та умови торгівлі іноземною валютою (постанова Правління Національного банку України від 16 листопада 2012 р. № 475);
- постановою Правління Національного банку України від 16 листопада 2012р. № 475 змінено строки розрахунків за операціями з експорту та імпорту товарів і запроваджено обов'язковий продаж надходжень в іноземній валюті.

Найбільш істотний вплив на реалізацію валютних відносин в Україні здійснив останній документ, яким впроваджувався обов'язковий продаж надходжень в іноземній валюті. Постановою Правління НБУ від 16.11.2012 р.



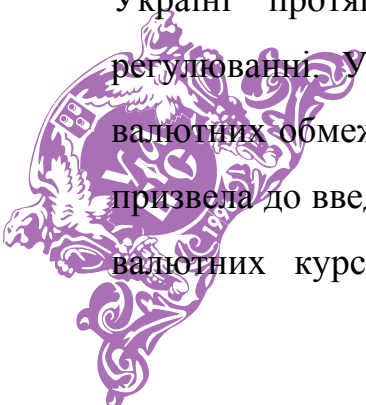
№ 479 встановлено, що надходження в іноземній валюті 1-ї групи Класифікатора та у російських рублях, на які поширюються вимоги Постанови НБУ № 475 від 16.11.2012 р., підлягають обов'язковому продажу на міжбанківському валютному ринку України в розмірі 50 процентів.

Підсумовуючи наведений у даному підрозділі роботи ретроспективний аналіз розвитку валютного регулювання в Україні нами зроблено наступні висновки.

По-перше, валютні відносини, виходячи з їх економічної природи, перебувають у безпосередньому діалектичному взаємозв'язку з процесами фінансової глобалізації та інтеграції. Як наслідок, ключовими чинниками розвитку валютного регулювання є фінансова глобалізація та міжнародна економічна інтеграція.

По-друге, національна економіка відноситься до малих відкритих економік, як наслідок динаміка світових фінансових ринків істотно впливає на кон'юнктуру вітчизняних ринків та обумовлює відповідні зміни у системі валютного регулювання. Дана теза підтверджується аналізом змін у валютному регулюванні у взаємозв'язку із розвитком світової економіки: передкризовий період (2006- вересень 2008) – поступальне підвищення ефективності регулювання валютного ринку; кризовий період (жовтень 2008-2009) введення жорстких адміністративних обмежень з одночасним реформуванням організаційних аспектів та інструментарію здійснення валютних операцій; посткризовий період (2010-2011) – відміна тимчасових антикризових заходів та подальша лібералізація валютного регулювання.

По-третє, тенденції щодо лібералізації регулювання валютних відносин в Україні протягом відповідають загальносвітовим змінам у валютному регулюванні. У щорічному звіті МВФ щодо механізмів курсоутворення та валютних обмежень у країнах-членах МВФ констатується, що глобальна криза призвела до введення нових валютних обмежень та деякого зниження гнучкості валютних курсів, однак протягом посткризового періоду (2009-2010 рр.)



ключовим трендом є лібералізація регулювання валютних відносин [125, с. 11-12]. Однак, складана політико-економічна ситуація восени 2012 року змусила НБУ тимчасово відступити від процесу лібералізації та ввести обов'язковий продаж 50% надходжень в іноземній валюті.

Як зазначається у роботі Терехова Є.М. [120]: «Процеси регіоналізації і глобалізації доповнюють один одного. Процеси, які на глобальному рівні мають узагальнений характер, на регіональному рівні конкретизуються, організаційно упорядковуються». Також автор зазначає, що регіональна економічна інтеграція не перешкоджає, а сприяє глобалізації економіки оскільки готує національні господарства країн, що інтегруються, до активної участі у глобальній конкурентній боротьбі. Таким чином, дослідження розвитку валютного регулювання, в аспекті фінансової глобалізації, дає можливість сформулювати методологічну основу для визначення напрямків реформування системи валютного регулювання для забезпечення ефективної регіональної валютної інтеграції.

Висновки до розділу 1

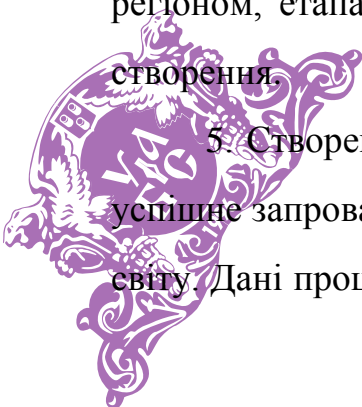
1. Валютна інтеграція є невід'ємною складовою інтеграційних процесів у економіці. У більшості випадків, вона розглядається як одна із останніх (найбільш глибоких) стадій економічної інтеграції. За результатами аналізу підходів до визначення поняття “валютна інтеграція”, як вищої форми економічної інтеграції, встановлено, що вона переважно розглядається як процес уніфікації міждержавних валютних відносин у межах регіональних зон. Як наслідок, необґрунтовано звужується зміст даного поняття, оскільки інтеграційні процеси також протікають на глобальному та мікроекономічному рівнях.

2. У роботі обґрунтовано доцільність виділення трьох основних рівнів валютної інтеграції: глобального (світові валютні системи), регіонального (між групою держав) та мікроекономічного (на рівні окремих суб'єктів господарювання або їх груп). На основі порівняльного аналізу визначених рівнів валютної інтеграції досліджено взаємозв'язки між ними. Встановлено, що цілі формування та порядок функціонування регіональних інтеграційних утворень у сфері валютних відносин безпосередньо залежать від параметрів діючої світової валютної системи. З іншого боку, валютне співробітництво на мікроекономічному рівні є передумовою для інтенсифікації регіональної валютної інтеграції.

3. Обґрунтовано доцільність виділення двох історичних форм регіональної валютної інтеграції (валютний блок та валютна зона у вузькому розумінні) та чотирьох сучасних форм. До останніх віднесено: платіжний союз, співробітництво зі стабілізації обмінних курсів, валютну зону у широкому розумінні та валютний союз, як вищу форму регіональної валютної інтеграції. Кожна форма, у свою чергу, має декілька варіантів реалізації, що характеризуються відповідними перевагами та недоліками.

4. У роботі удосконалено систему критеріїв класифікації видів регіональної валютної інтеграції, яка передбачає використання у якості основного критерію обґрунтованих автором форм регіональної валютної інтеграції. Також виокремлено додаткові критерії класифікації регіональної валютної інтеграції за: ступенем законодавчого закріплення, наявністю міжнародних угод, кількістю країн, географічною близькістю, наявністю лідера, регіоном, етапами реалізації, наявністю спільної валюти, цілями та періодом створення.

5. Створення Європейського економічного та валютного союзу, а також успішне запровадження євро мало «демонстраційний ефект» для інших регіонів світу. Дані процеси сприяли інтенсифікації дебатів щодо регіональної валютно-

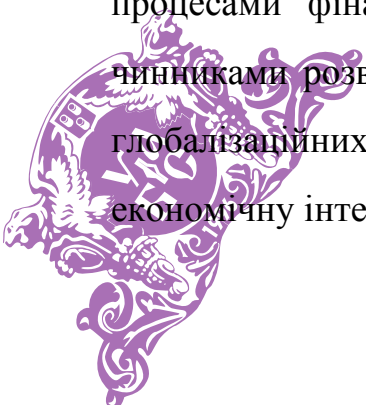


фінансової інтеграції та виступили каталізатором формування інтеграційних утворень у різних регіонах світу. Однак, світова фінансова криза сприяла виявленню певних недоліків формування валютного союзу країн Європи та обумовила загострення дискусій щодо пошуку оптимальних способів створення валютних союзів.

6. На основі аналізу діяльності існуючих міжнародних інтеграційних об'єднань та оцінки перспектив формування на їх базі нових регіональних валют виділено наступні валютні регіони: Єврозона; Східна, Центральна та Південна Африка; Північна, Центральна та Латинська Америка; Карибський басейн; Перська затока; Південно-Східна Азія; Австралія та Океанія. Пожвавлення процесів валютної інтеграції спостерігається також на пострадянському просторі: відбувається формування економічного та валютного союзів Російської Федерації, Казахстану та Білорусії.

7. Визначено фактори, які сприяють успішному розвитку процесів регіональної валютної інтеграції: наявність валюти-монетарного якоря та активне співробітництво зі стабілізації курсів валют; поглиблення економічної інтеграції; наявність політичної волі вищого керівництва та широка підтримка інтеграційних процесів населенням; вчасне формування наднаціональних інституційних основ для координації валютної та фіскальної політик; наявність спільних державних кордонів; високий розвиток фінансового ринку, зокрема банківського сектору.

8. Встановлено, що валютні відносини, виходячи з їх економічної природи, перебувають у безпосередньому діалектичному взаємозв'язку з процесами фінансової глобалізації та інтеграції. Як наслідок, ключовими чинниками розвитку валютного регулювання можна вважати інтенсифікацію глобалізаційних тенденцій у фінансовому секторі економіки та міжнародну економічну інтеграцію.



9. Зроблено висновок, що динаміка світових фінансових ринків істотно впливає на кон'юнктуру вітчизняних ринків та обумовлює відповідні зміни у системі валютного регулювання. Дана теза підтверджується аналізом змін у валютному регулюванні у взаємозв'язку із розвитком світової економіки: передкризовий період (2006 - вересень 2008) – поступальне підвищення ефективності регулювання валютного ринку; кризовий період (жовтень 2008 - 2009) введення жорстких адміністративних обмежень з одночасним реформуванням організаційних аспектів та інструментарію здійснення валютних операцій; посткризовий період (2010-2011) – відміна тимчасових антикризових заходів та подальша лібералізація валютного регулювання. Однак, складана політико-економічна ситуація восени 2012 року змусила НБУ тимчасово відступити від процесу лібералізації та ввести обов'язковий продаж 50% надходжень в іноземній валюті.

10. Тенденції щодо лібералізації регулювання валютних відносин в Україні протягом посткризового періоду відповідали загальносвітовим змінам у валютному регулюванні. У щорічному звіті МВФ щодо механізмів курсоутворення та валютних обмежень у країнах-членах МВФ констатується, що глобальна криза призвела до введення нових валютних обмежень та деякого зниження гнучкості валютних курсів, однак протягом посткризового періоду (2009-2010 рр.) ключовим трендом є лібералізація регулювання валютних відносин.

Основні положення першого розділу дисертаційного дослідження опубліковані автором у роботах: [126, 127, 128, 129, 130].



РОЗДІЛ 2.

НАУКОВО-МЕТОДИЧНЕ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ РОЗВИТКУ ВАЛЮТНОГО РЕГУЛЮВАННЯ НА ОСНОВІ ОЦІНКИ ДОЦІЛЬНОСТІ РЕГІОНАЛЬНОЇ ВАЛЮТНОЇ ІНТЕГРАЦІЇ

2.1 Трансформація ролі валютного регулювання в контексті регіональної валютної інтеграції

У першому розділі дисертаційної роботи нами обґрунтовано доцільність виділення чотирьох сучасних форм регіональної валютної інтеграції: платіжний союз, співробітництво зі стабілізації обмінних курсів, валютна зона у широкому розумінні та валютний союз. У межах кожної із зазначених форм нами виділено декілька її видів (див. табл. 1.4).

Як зазначалося, вступ держави у найбільш інтегровану валютну зону та валютний союз пов'язаний відповідно з введенням фіксованого режиму обмінних курсів або запровадженням єдиної валюти, а отже – з відмовою від використання девальвації (ревальвації) номінального обмінного курсу як механізму відновлення рівноваги платіжного балансу держави та макроекономічної рівноваги в цілому.

Крім того, останнім часом у науковій літературі активно обговорюється доктрина неможливості одночасного підтримання фіксованого обмінного курсу, забезпечення мобільності капіталу і проведення незалежної грошово-кредитної політики [25]. Таким чином, в умовах значної міжнародної мобільності капіталу регіональна валютна інтеграція країни тягне за собою втрату можливості незалежного проведення не тільки валютного, але й грошово-кредитного регулювання, що є суттєвим недоліком поглиблення інтеграційних процесів.

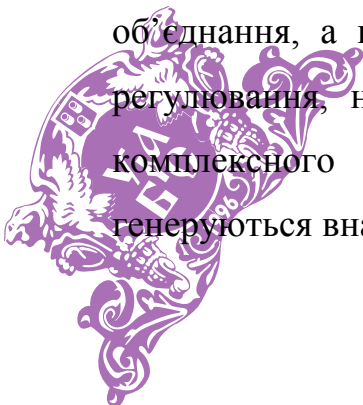


Однак, необхідно зазначити, що виділення даного недоліку є дискусійним і обґрунтованим лише за умов, що проведення незалежного валютного та грошово-кредитного регулювання є дійсно ефективним. У сучасних умовах незалежне валютне регулювання може перетворитися з інструменту протидії економічним шокам на джерело економічної нестабільності [131, 132]. Тому в конкретних історичних умовах, особливо країнам, що розвиваються, можливо, краще відмовитися від цієї незалежності заради імпорту стабільності з інших, більш розвинених, країн.

Отже, процеси регіональної валютної інтеграції в значній мірі трансформують роль валютного регулювання та підвищують актуальність дослідження і розвитку методичного забезпечення комплексної оцінки економічної доцільності вступу держави до регіонального валютного угруповання.

У даному розділі дисертації ми зосередимо увагу на вивченні інструментарію оцінки економічної доцільності вступу держави у найбільш інтегровані валютні зони та валютні союзи. Наведене вище уточнення спрямування дослідження, обумовлюється наступними чинниками. По-перше, валютний союз є найвищою формою регіональної валютної інтеграції, а інші форми, у більшості випадків, розглядаються як проміжні етапи у процесі формування валютного союзу. По-друге, на сучасному етапі розвитку економічних відносин, практично усі реально існуючі міждержавні валютні об'єднання функціонують як валютні союзи або глибоко інтегровані валютні зони, інші валютні об'єднання планується створювати (або приводити у відповідність) до даних форм.

Оцінку економічної доцільності вступу держави у регіональне валютне об'єднання, а відповідно – відмови від проведення незалежного валютного регулювання, на нашу думку, доцільно здійснювати на основі проведення комплексного порівняльного аналізу економічних вигод та витрат, що генеруються внаслідок валютної інтеграції.



Дослідження поглядів вітчизняних [20, 133] та зарубіжних науковців [134-150] дозволило нам уточнити переваги, що генерує для країни вступ до валютного союзу. Основні переваги пропонуємо згрупувати наступним чином:

а) зростання макроекономічної стабільності:

- 1) імпорт стабільності;
- 2) зменшення волатильності реальних валютних курсів;
- 3) синхронізація бізнес-циклів;
- 4) зростання «глибини» та «ширини» фінансових ринків;
- 5) пом'якшення тимчасові зовнішніх шоків за рахунок поглиблення

фінансових ринків;

- 6) зменшення чутливості до атак валютних спекулянтів;
- 7) підвищення доступності зовнішнього фінансування;
- 8) покращення очікувань економічних суб'єктів;

б) підвищення мікроекономічної ефективності:

- 1) зменшення транзакційних витрат;
- 2) зростання продуктивності;
- 3) зростання прозорості цін;
- 4) торгові переваги;
- 5) стимулювання інвестицій;
- 6) підвищення ефективності планування;
- 7) підвищення ефективності фінансових операцій та ризик-

менеджменту;

в) прояв позитивних зовнішніх ефектів:

- 1) економія міжнародних резервів;
- 2) уникнення шкідливої конкуренції між країнами;
- 3) зростання «мережових екстерналій»;
- 4) зростання сеньйоражу за рахунок виникнення резервної валюти.

У Додатку В (таблиця В.1) наведено коротку характеристику зазначених вище переваг. Отже, більшість переваг створення валютного союзу обумовлюються позитивним впливом збільшення обсягів внутрішніх товарних



та фінансових ринків (інтенсифікація економічних відносин між резидентами країн-учасниць інтеграційного утворення), а також частковим нівелюванням валютних ризиків.

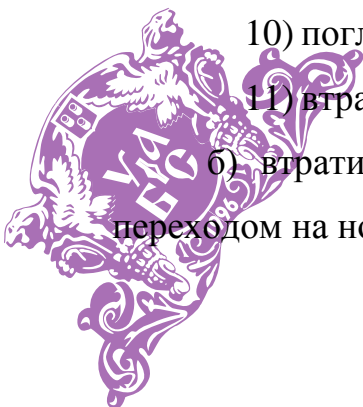
Однак, необхідно зазначити, що наведені переваги мають дещо теоретичний характер, їх складно оцінити емпірично і вони не завжди підтверджуються на практиці. Наприклад, недавні емпіричні дослідження підтвердили значний позитивний вплив валютних союзів на обсяги торгівлі [152, 153] і доходів [154]. Тим не менш, подальші дослідження засвідчили, що отримані зазначеними науковцями результати можуть суттєво переоцінювати вплив валютних союзів на торгівлю внаслідок застосованого підходу щодо вибору масивів історичних даних та прояву нелінійності [155], а також нехтування ефектом ендогенності [156], що буде розглянутий нижче.

Дослідження поглядів науковців дозволило нам узагальнити основні втрати, що генерує для країни вступ до валютного союзу, та уточнити їх групування шляхом виділення наступних втрат:

а) втрати від зростання макроекономічної нестабільності:

- 1) втрата незалежної валютної політики;
- 2) втрата національного грошово-кредитного суверенітету;
- 3) втрата незалежної фіскальної політики;
- 4) зниження гнучкості реальних обмінних курсів;
- 5) втрата сеньйоражу;
- 6) зростання потенціалу політичної напруженості;
- 7) імпорт нестабільності;
- 8) макроекономічні втрати, пов'язані з переходом на нову валюту;
- 9) зростання чутливості до валютних спекуляцій;
- 10) поглиблення диференціації рівня добробуту між країнами;
- 11) втрата кредиту останньої інстанції;

б) втрати від погіршення мікроекономічної ефективності, пов'язані з переходом на нову валюту;



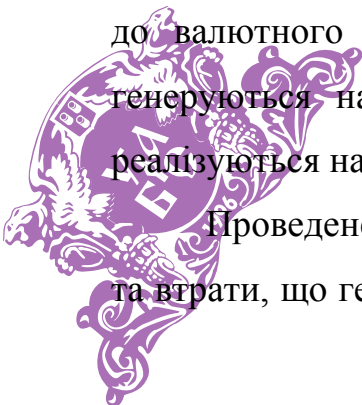
в) прояв негативних зовнішніх ефектів у вигляді посилення морального ризику та проблеми фрі-райдерства.

У Додатку В (таблиця В.2) наведено коротку характеристику розглянутих вище втрат. Як зазначалося, основним недоліком валютної інтеграції є необхідність відмови від використання девальвації (ревальвації) номінального обмінного курсу, як механізму відновлення рівноваги платіжного балансу держави та макроекономічної рівноваги в цілому. Істотними недоліками для країн-учасниць валютного союзу також є втрата (або істотне зменшення) можливості проведення самостійної грошово-кредитної та фіскальної політик. Валютна інтеграція також може спричинити збільшення різниці між багатими та бідними регіонами валютного союзу. Розглянуті вище недоліки переважно здійснюватимуть довгостроковий вплив на економіки країни, що створили валютний союз. Крім того, існує ряд недоліків, які пов'язані з технічними аспектами переходу до єдиної валюти. Дані недоліки спричинять короткостроковий негативний вплив на макроекономічні параметри країн валютного союзу та на економічну діяльність окремих господарюючих суб'єктів.

Окремих коментарів потребує такий недолік, як втрата країною можливості отримання сеньйоражу внаслідок введення валюти іншої країни або спільної валюти союзу, якщо схема розподілу сеньйоражу між країнами-членами валютного угруповання не розроблена. На нашу думку, аргумент втрати сеньйоражу втрачає своє значення за умов, якщо у країні було досягнуто цінову стабільність та гармонізовано мінімальні резервні вимоги. Крім того, доход від сеньйоражу, що генерується підвищенням рівня інфляції, частково компенсується фіскальними втратами (ефект Олівера-Танзі).

На наш погляд, цікавий аспект визначення витрат і вигод від приєднання до валютного союзу полягає в тому, що більшість переваг, як правило, генеруються на мікроекономічному рівні, в той час, як більшість витрат реалізуються на макроекономічному рівні.

Проведене дослідження дає підстави стверджувати, що економічні вигоди та втрати, що генеруються внаслідок валютної інтеграції, не є уніфікованими, а



тому їх порівняння доцільно проводити для конкретної країни з урахуванням конкретних історичних умов.

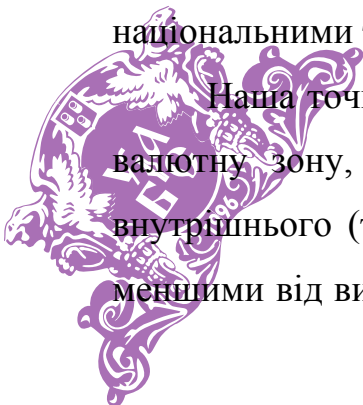
Крім того, необхідно враховувати, що частина переваг та втрат є статичними, тобто реалізуються одразу при вступі країни до валютного союзу. До таких переваг можна віднести, наприклад, уникнення та/або зменшення транзакційних втрат, зменшення волатильності реальних валютних курсів, підвищення доступності зовнішнього фінансування, покращення очікувань економічних суб'єктів, стимулювання інвестицій, підвищення ефективності планування, уникнення шкідливої конкуренції між країнами. До статичних недоліків можна віднести, наприклад, втрату незалежної валютної, грошово-кредитної та фіскальної політик, втрату сеньйоражу, макро- та мікроекономічні втрати, пов'язані з переходом на нову валюту, зростання чутливості до валютних спекуляцій, втрату кредиту останньої інстанції, втрати від погіршення мікроекономічної ефективності.

Усі інші розглянуті переваги та недоліки вступу країни до валютного угруповання реалізуються поступово у процесі його функціонування.

В основу більшості досліджень процесів регіональної валютної інтеграції покладено ідею формування оптимальної валютної зони (ОВЗ). Теорія ОВЗ стверджує, що якщо валютний союз не є ОВЗ, то деякі з його учасників будуть нести макроекономічні витрати, що переважатимуть мікроекономічні переваги введення єдиної валюти у межах зони.

У основоположній роботі Р. Манделла [51] ОВЗ визначається як регіон, який характеризується високою внутрішньою мобільністю факторів (як міжрегіональною, так і міжгалузевую) та їх низькою зовнішньою мобільністю. При цьому наголошується, що межі ОВЗ не обов'язково співпадають з національними територіями країн.

Наша точка зору корелює з поглядами Л.А. Річчі [157], який ОВЗ вважає валютну зону, в межах якої витрати на відмову від обмінного курсу як внутрішнього (тобто в межах зони) інструменту економічного регулювання є меншими від вигод, що генеруються введенням єдиної валюти або фіксованого



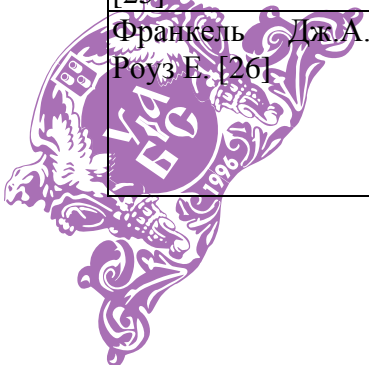
режиму обмінних курсів. Як видно з таблиці 2.1, інші дослідники надають схожі визначення сутності поняття «ОВЗ».

Необхідно зазначити, що теорія ОВЗ довгий час була предметом наукових досліджень та об'єктом дискусій. Широкий спектр думок було висловлено про корисність досліджень в даній галузі. Так, П. Кругман [170] заявив, що «...Можна стверджувати, що питання ОВЗ повинне бути центральним елементом міжнародної грошової економіки». З іншого боку, В. Буйтер [58] стверджував, що «теорія ОВЗ..., на жаль, одна з найнижчих точок монетарної економічної теорії після Другої світової війни».

Таблиця 2.1

Підходи до визначення сутності поняття «оптимальна валютна зона»

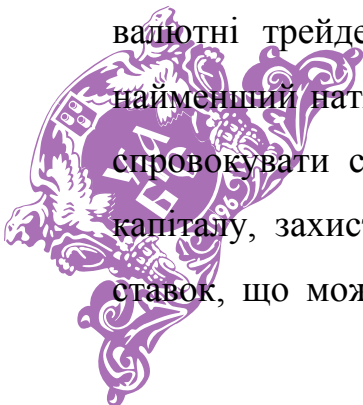
Джерело	Визначення
Маккінон Р. [50]	Єдиний валютний простір, в якому монетарна, фіскальна політики і зовнішній гнучкий обмінний курс можуть бути використані для ефективного досягнення трьох (іноді суперечливих) цілей: забезпечення повної зайнятості, стабільності цін і зовнішнього балансу.
Манделл Р.А. [51]	Регіон, який характеризується високою внутрішньою мобільністю факторів (як міжрегіональною, так і міжгалузевою) та низькою зовнішньою мобільністю факторів.
Монгнеллі П. [141]	Оптимальний географічний регіон єдиної валюти, або декількох валют, курси яких остаточно фіксовані і можуть бути уніфіковані.
Мочерний С.В. [52]	Оптимальна валютна зона (у вузькому значенні) – це регіон, у якому можна використати певну валюту з найменшими затратами. Оптимальна валютна зона – географічний регіон, у межах якого можуть бути встановлені обмінні курси валют за збереження їх котирувань до валют країн інших регіонів, а в окремих випадках, коли це пов'язано із зменшенням витрат, може бути використана єдина валюта.
Річчі Л.А. [157]	Валютна зона, в межах якої витрати на відмову від обмінного курсу як внутрішнього (тобто в межах зони) інструменту економічного регулювання є меншими від вигод, що генеруються введенням єдиної валюти або фіксованого режиму обмінних курсів.
Рогач О.І. [60]	Валютний простір, у межах якого нетто-прибутки від введення спільної валюти є більшими, ніж нетто-прибутки від застосування кількох валют.
Франкель Дж.А. [25]	Регіон, для якого оптимальним є використання власної валюти і ведення власної грошово-кредитної політики.
Франкель Дж.А., Роуз Е. [26]	Сукупність країн, які високо інтегровані у сфері торгівлі, капіталів, ринків робочої сили та ін. Це область, яка не є ні настільки малою, ні настільки відкритою, щоб вона виграла матеріально від прив'язки її валюти до третьої валюти, ні настільки великою, що вона виграла б матеріально, розпавшись на підобласті з різними валютами.



Початкові дискусії щодо теорії ОВЗ були зосереджені на виборі режиму обмінного курсу [158, с. 345]. Так, у 1953 р. М. Фрідман [159] обґрунтував доцільність застосування гнучких обмінних курсів, оскільки вони служать кращим засобом для поглинання зовнішніх потрясінь. Однак, більшість учасників дебатів звертали мало уваги на відмінності характеристик економік реального світу, залишаючи загальне враження, що висновки щодо впровадження режимів плаваючих чи фіксованих обмінних курсів в однаковій мірі можуть бути застосовні до всіх країн світу [160, с. 25].

Крім того, враховуючи той факт, що на практиці відповідні державні органи можуть як здійснювати регулятивний вплив на плаваючий курс, так і послаблювати прив'язку курсу національної валюти до курсів інших валют, дещо дискусійним є проведення аналізу лише для двох діаметрально протилежних ситуацій: коли взаємні обмінні курси країн-учасниць інтеграційного утворення жорстко фіксовані або коли країна не є учасником такого об'єднання і має вільно плаваючий валютний курс. Зазначена відмінність між вихідними положеннями теоретичного аналізу та реаліями економічних відносин, на перший погляд, дещо обмежує можливість практичного впровадження результатів отриманих за допомогою інструментарію теорії ОВЗ.

Однак, на думку відомого американського науковця Б. Айхенґрін [161], у сучасних умовах зростання міжнародної мобільності капіталу ускладнює та знижує ефективність впровадження проміжних режимів регулювання валютного курсу. Так, революція у інформаційних і комунікаційних технологіях значно ускладнила контроль припливу і відпливу капіталу з країни. Періодичні підтримки валютних курсів стають проблематичним, оскільки валютні трейдери прагнуть передбачити дії урядів, центральних банків, а найменший натяк, що влада розглядає питання зміни валютного курсу можуть спровокувати спекулятивні атаки. В умовах ослаблення контролю за рухом капіталу, захист валюти від атак вимагає суттєвого підвищення процентних ставок, що може негативно позначитися на економічному розвитку країни. І



знання того, що політики надають репутаційну перевагу забезпеченню стабільності курсу національної валюти над підвищенням процентних ставок, створює додаткові стимули для спекулятивних атак, що неминуче робить вразливими проміжні режими регулювання валютного курсу.

Через вісім років після М. Фрідмана, у 1961 р., Р. Манделл [51], а за ним у 1963 р. Р. Маккінон [50] та у 1969 р. П. Кінен [162] спробували довести, що детермінантами режиму обмінного курсу повинні бути характеристики конкретної економіки. Ці автори визначили характеристики, яким потенційні учасники однієї валютної зони повинні (в ідеалі) відповідати перед тим, як відмовлятися від адаптованих під національні особливості монетарної політики і режиму валютного курсу заради отримання вигод від використання єдиної валюти. Таким чином, оптимальність валютної зони визначається в термінах досягнення певних властивостей економіки.

Саме розробку критеріїв ОВЗ (табл. 2.2), наряду з ініціацією дискусії щодо меж ОВЗ та початком аналізу вигод і втрат від валютної інтеграції, П. Монгеллі [141] вважає основними результатами даного етапу розвитку теорії ОВЗ (1960-ті – початок 1970-х років), який він назвав «новаторською фазою».

Таблиця 2.2

Найбільш важливі критерії оптимальності валютної зони, досліджені у межах «новаторської фази» розвитку теорії ОВЗ

Критерій оптимальності	Автор і рік дослідження	Економічний зміст критерію
Гнучкість цін і заробітної плати	М. Фрідмен, 1953 [159]	За умов гнучкості номінальних цін і заробітної плати між країнами та всередині країн, що використовують єдину валюту, відновлення рівноваги після шоку менш пов'язане з стійким безробіттям в одній країні та/або інфляцією в іншій.
Мобільність факторів виробництва	Р. Манделл, 1961 [51]	Макроекономічний дисбаланс може бути подоланий за рахунок змін на ринку факторів виробництва, перш за все, внаслідок перетікання трудових ресурсів із депресивних галузей (країн) економіки в галузі (країни), в яких відбувається підйом.
Симетричність шоків	Р. Манделл, 1961 [51]	Відсутність асиметричних шоків, зменшує потребу у проведенні специфічної для певної країни економічної політики (зокрема, валютної), яка стає недоступною в умовах валютного союзу.

Продовження таблиці 2.2

Інтеграція фінансових ринків	Дж. Інграм. 1962 [163]	Пом'якшити тимчасові несприятливі економічні тенденції учасник валютної зони може за рахунок запозичень від країн, що мають надлишок фінансових ресурсів. При високому ступені фінансової інтеграції навіть незначні зміни процентних ставок будуть викликати урівноваження руху капіталу між країнами-партнерами. Це дозволить скоротити відмінності у довгострокових процентних ставках, полегшить фінансування зовнішніх дисбалансів, а також сприятиме ефективному розподілу ресурсів. Внаслідок інтеграції фінансових ринків підвищується їх «глибина» та «ширина», що пом'якшує вплив тимчасових зовнішніх шоків.
Розмір економіки	Р. Маккінон, 1963 [50]	Малі країни отримують найбільші вигоди від використання спільної валюти як розрахункової одиниці, засобу платежу та засобу заощадження.
Ступінь торгової відкритості економіки	Р. Маккінон, 1963 [50]	Невеликий експортоорієнтований економіці вигідніше, ніж великій закритій економіці, зафіксувати курс національної валюти з торговельними партнерами в рамках створення валютної зони. Відкритість економіки збільшує вигоди від скорочення транзакційних витрат та курсової стабілізації.
Подібність економічних структур	П. Кінен, 1969 [43]	За умов мобільності робочої сили, зміна умов торгівлі (галузевий шок) однаково впливає на країни, які характеризуються подібними структурами виробництва.
Диверсифікація виробництва, споживання та експорту	П. Кінен, 1969 [162]	Диверсифікація внутрішнього виробництва, споживання та експорту зменшує чутливість економіки до асиметричних зовнішніх шоків товарного ринку.
Рівень фіскальної інтеграції	П. Кінен, 1969 [162]	Наявність спільної наднаціональної фіскальної системи, що забезпечує перерозподіл коштів (у вигляді бюджетних трансфертів) для країн-членів, які постраждали від несприятливих асиметричних шоків, що сприяє відновленню економічної рівноваги.
Політична інтеграція	Н. Мінц [164]; Г. Харберлер 1970 [165],	Політична воля та схожість політичних мотивів сприяє встановленню взаємних домовленостей та зобов'язань, підтримці співпраці за різними напрямками економічної політики і дозволяє здійснити швидкі інституційні зміни, направлені на створення однорідного економічного простору членів валютної зони.
Інфляційна конвергенція	Дж. Флемінг, 1971 [150]	Низькі темпи зростання цін і їх кореляція серед членів зони свідчать про їх структурну гомогенність, що послаблює вплив асиметричних шоків, сприяє стабілізації умов торгівлі, а, отже - урівноваженню рахунку поточних операцій та інтенсифікації торгівлі.

Джерело: авторське узагальнення

Потрібно зазначити, що наведений перелік критеріїв не є універсальним.

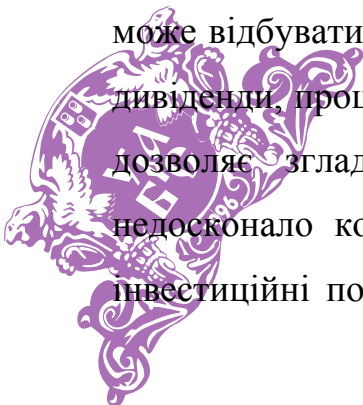
Так, у Додатку Г (таблиця Г.1) наведено альтернативні підходи щодо



формалізації переліку критеріїв ОВЗ, економічний зміст яких, не зважаючи на певну відмінність, є досить подібним. Такий плюралізм у поглядах науковців, на нашу думку, може бути пояснений неоднозначністю обґрунтування виділених критеріїв ОВЗ.

Так, наприклад, використання критерію мобільності трудових ресурсів має декілька недоліків. По-перше, якщо створювати валютні зони виключно із врахуванням мобільності трудових ресурсів це призведе до формування великої кількості малих валютних зон, що відповідатимуть структурі трудової міграції. Створення та підтримка функціонування даних зон потребує значних ресурсів і є економічно не доцільним. По-друге, на даному етапі розвитку економічних відносин значення праці, як фактору виробництва, поступово знижується на фоні посилення ролі технологій та капіталу. Крім того, Д. Флемінг [150], вказує на відмінність між економічними ефектами, що спричиняються мобільністю праці та капіталу. Дана відмінність істотно впливає на оцінку меж оптимальної валютної зони. По-третє, на практиці високої мобільності праці важко досягти внаслідок значних витрат на міграцію, соціокультурних та мовних відмінностей між різними країнами та регіонами, а також враховуючи сімейні зв'язки. Як наслідок, по-четверте, мобільність праці не може ефективно компенсувати наслідки економічних шоків на короткому часовому горизонті [166].

Виходячи з цього, на думку Е. Роуза [16], пошук альтернативних механізмів нівелювання асиметричних шоків залишається невід'ємною частиною теорії валютних союзів. Серед таких механізмів він зазначає забезпечення інтеграції фінансових ринків та мобільності капіталу. Так, ринки приватного капіталу можуть розподіляти наслідки асиметричних шоків за рахунок диверсифікації інвестицій за регіонами та секторами економіки. Це може відбуватися шляхом страхування доходів, коли жителі країни отримують дивіденди, проценти і дохід від оренди з інших країн. Таке страхування ex ante дозволяє згладжувати тимчасові і постійні шоки поки виробництво є недосконало корельованим. Жителі країни також можуть налаштувати свої інвестиційні портфелі (наприклад, у відповідь на коливання доходів, шляхом



купівлі та продажу активів, кредитування і запозичення на міжнародних кредитних ринках): регулювання ex post.

Однак деякі автори також попереджають, що фінансова інтеграція може призвести до дестабілізації руху капіталу [166, 167]. Крім того, фінансова інтеграція не є заміною перманентного регулювання, оскільки мобільність капіталу в певній мірі лише згладжує наслідки шоків. Тимчасові фінансові потоки можуть викликати відстрочку змін у реальному секторі і зробити ліквідацію негативних наслідків шоків більш складною на подальших етапах.

Ще одним механізмом відновлення рівноваги є проведення країнами незалежної антициклічної фіскальної політики, коли за рахунок змін у податках та державних витратах відбувається нівелювання негативних наслідків асиметричних шоків. Однак створення валютного союзу може вимагати введення наднаціональних обмежень бюджетного дефіциту та державного боргу, а також подальше поглиблення фіскальної інтеграції. Дійсно, історія розвитку європейської фінансової кризи засвідчила, що недисциплінована фіскальна політика у межах валютного союзу може перешкоджати ефективному проведенню єдиної грошово-кредитної політики і призвести до негативних наслідків. Однак, процеси поглиблення фіскальної інтеграції не позбавлені певних недоліків: відмова від проведення незалежної фіскальної політики потребує значної політичної волі та високого рівня політичної інтеграції країн, а наявність системи міжбюджетних трансфертів призводить до посилення морального ризику та проблеми фрі-райдерства.

Що стосується відкритості економіки, то деякі науковці [168, 169] у процесі емпіричних досліджень виявили низьку пояснювальну силу даного критерію при додаванні його до регресії, яка вже включає в себе критерій розміру країни.

Дискусії щодо критерію диверсифікації виробництва, споживання та експорту поживалися внаслідок обґрунтування «гіпотези спеціалізації Кругмана» [170], яка постулює поступову дивергенцію експортних структур



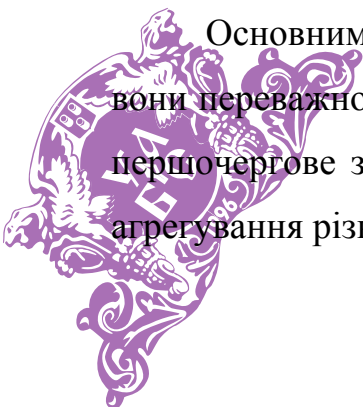
внаслідок посилення спеціалізації країн, що утворюють інтеграційне об'єднання. Дана гіпотеза більш детально буде розглянута нижче.

Крім того, недоліками зазначеного критерію є не достатнє обґрунтування різних способів диверсифікації економіки, а також врахування у процесі аналізу лише зовнішніх шоків.

Далі розглянемо вплив політичних та інституційних чинників на формування оптимальної валютної зони. У роботах з теорії оптимальних валютних зон науковці підкреслюють виключну важливість наявності спільних політичних цілей у країн-учасниць валютного союзу, а також наявність сильної політичної волі щодо поглиблення інтеграційних процесів на різних рівнях: політичному, економічному, соціокультурному (встановлення єдиних норм і принципів, що регулюють відносини між членами інтеграційного об'єднання; введення інституту громадянства інтеграційного об'єднання; формування єдиного економічного простору, становлення єдиного культурного, соціального, гуманітарного простору тощо). Однак процес політичної інтеграції на практиці є найчастіше довготривалим.

Критерій подібності інфляційної динаміки у двох країнах також має ряд недоліків. Так, при підготовці до вступу до валютного союзу країна може понести значні втрати, пов'язані з дезінфляцією. Однак, основним недоліком є ендогенність інфляційної динаміки, тобто той факт, що вона може істотно змінитись після входження країни до валютного союзу. Таким чином, схожість темпів інфляції можна розглядати як можливий результат участі країн у валютному союзі, а не лише як необхідну умову вступу до нього. Необхідно зазначити, під впливом ефекту ендогенності, окрім інфляційної динаміки, перебувають більшість із зазначених критеріїв ОВЗ, про що йтиметься нижче.

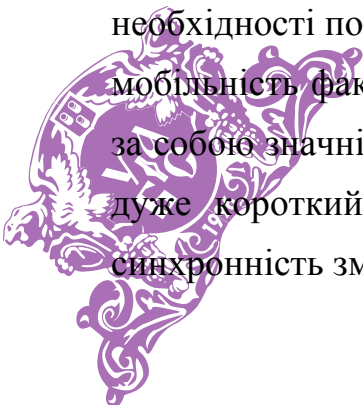
Основним недоліком досліджень часів «новаторської фази» було те, що вони переважно зосереджувались на обґрунтуванні певного критерію, який має першочергове значення для визначення меж ОВЗ, була відсутня основа щодо агрегування різних критеріїв.



Так, Г.С. Тавлас називав це «проблемою неоднозначності», оскільки трактування критеріїв ОВЗ може відбуватися різним чином [147]. Наприклад, країна може бути достатньо відкритою з точки зору взаємної торгівлі з групою країн-партнерів, що вказуватиме на бажаність введення режиму фіксованого обмінного курсу (або навіть валютної інтеграції) з її основними торговими партнерами. Тим не менш, та ж країна може демонструвати низьку мобільність факторів виробництва і праці по відношенню до цих торговельних партнерів, що, навпаки, вказуватиме на бажаність введення режиму плаваючого обмінного курсу для того, щоб впоратися із зовнішніми шоками [16].

Г.С. Тавлас також виділяє «проблему несумісності» критеріїв ОВЗ [147]. Наприклад, для малих країн, які, як правило, більш відкриті, бажаною є фіксація обмінного курсу (або навіть валютна інтеграція) зі своїми основними партнерами у відповідно до критерію відкритості. Проте ті ж країни з невеликими економіками найчастіше є менш диференційованими у виробництві. У цьому випадку, згідно з критерієм диверсифікації виробництва, їм доцільно запровадити режим гнучких обмінних курсів [16]. Крім того, більшість критеріїв ОВЗ не мали визначеного емпіричного змісту.

З плином часу певна однобокість даного методичного підходу стала очевидною, і під час «фази узгодження» (протягом 1970-х років) критерії ОВЗ почали аналізуватися у порівнянні між собою, щоб оцінити їх відносну важливість [141]. Так, В.М. Корден [171] вважав, що гнучкість цін і заробітної плати є найважливішим критерієм ОВЗ, що може дозволити швидке реагування на шоки. Відкритість економіки та симетричність шоків, на його думку, також мають важливе значення. Автор також припускає, що короткострокові рухи капіталу можуть сприяти полегшенню процесу адаптації, і що гнучкість фіскальної політики повинна бути збільшена з метою проведення у разі необхідності політики з абсорбування видатків. Р. Манделл [166] стверджує, що мобільність факторів виробництва і праці є надзвичайно бажаною, однак тягне за собою значні витрати і не можуть ефективно компенсувати наслідки шоків в дуже короткий термін. Ішіяма [158], вважає найголовнішими критеріями синхронність змін цін і заробітної плати.



На цьому етапі також представлено нові критерії (табл. 2.3) та поглиблено існуючі «мета-критерії» (зокрема, симетричність шоків) і запропоновано проводити аналіз балансу переваг та втрат від вступу до валютного союзу замість достатньо дискусійного аналізу критеріїв ОВЗ [158]. Однак, більшості критеріїв продовжувало бракувати емпіричного змісту.

Після цих двох етапів розвиток теорії ОВЗ втратив певний імпульс внаслідок непереконливості теорії, викликаній різноспрямованістю критеріїв ОВЗ, ослабленням аналітичної основи теорії і уповільненням процесу європейської валютної інтеграції [141].

Таблиця 2.3

Найбільш важливі критерії оптимальності валютної зони, досліджені у межах «фази узгодження» теорії ОВЗ

Критерій оптимальності	Автор і рік дослідження	Економічний зміст критерію
Диверсифікація активів	Р. Манделл, 1973 [166]	Крім того, країни, що мають достатньо диверсифіковані джерела своїх доходів, є менш чутливими до асиметричних шоків.
Подібність соціальних переваг	І Ішіяма, 1975 [158]	Однакові соціальні переваги стимулюють зближення темпів інфляції та зростання заробітної плати серед країн, що входять в зону єдиної валюти.
Волатильність реального обмінного курсу	Р. Ваубель, 1976 [172]	Стабільність реального обмінного курсу між валютами двох країн свідчить про відсутність значного впливу на них асиметричних шоків.

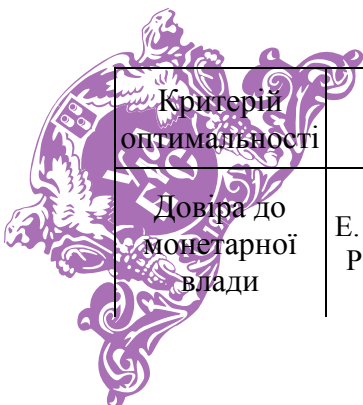
Джерело: авторське узагальнення

Однак поступово декілька теоретичних і емпіричних досягнень протягом 1980-х – початку 1990-х років призвели до переоцінки теорії ОВЗ і виникнення так званої «нової теорії ОВЗ». У таблиці 2.4 наведено коротку характеристику критеріїв ОВЗ, що були запропоновані протягом «фази переоцінки».

Таблиця 2.4

Найбільш важливі критерії оптимальності валютної зони, досліджені у межах «фази переосмислення» теорії ОВЗ

Критерій оптимальності	Автор і рік дослідження	Економічний зміст критерію
Довіра до монетарної влади	Ф. Кідланд та Е. Прескотт, 1977 [173]; Р. Барро та Д. Гордон, 1983 [174]	Країна з репутацією порушника обіцянок щодо встановлення низького рівня інфляції, виграє від фіксації обмінного курсу в рамках створення валютного союзу.



Продовження таблиці 2.4

Подібність інститутів ринку праці	М. Бруно та Дж. Сакс, 1985 [175]	Якщо країни мають подібні інститути ринку праці (зокрема, однаковий вплив профспілок), то їм легше буде пристосуватися до однакових шоків.
Можливість імпорту стабільності	Ф. Гівацці та А. Гіованніні, 1989 [176]	Прийняття схильною до інфляції країною валюти країни-якоря з низьким рівнем інфляції сприяє її переходу до політики низької інфляції. Необхідною передумовою, вочевидь, є наявність країни-якоря серед членів валютного союзу.
Ефективність валютної політики	В. Брансон, 1986 [177]; П. Кругман, 1993 [170]; Г.С. Тавлас, 1993 [147]	Якщо валютна політика в країні є неефективною, то відмова від незалежного валютного регулювання не принесе значних втрат.

Джерело: авторське узагальнення

Інтенсифікація досліджень з теорії ОВЗ за останні 15-20 років пов'язаний з теоретичними інноваційним переосмисленням положень ОВЗ, досягненнями в області економетричних методів, і перш за все, оновленим інтересом до європейської економічної та валютної інтеграції [141]. Ці емпіричні дослідження шляхом аналізу та порівняння різних критеріїв ОВЗ на основі застосування різноманітних економетричних методів мають на меті оцінити, за яких умов країнам доцільно поглибити валютну інтеграцію та створити валютний союз.

Під час «емпіричної фази» були переглянуті існуючі та запропоновані нові критерії ОВЗ (табл. 2.5).

Таблиця 2.5

Найбільш важливі критерії оптимальності валютної зони, досліджені у межах «емпіричної фази» теорії ОВЗ

Критерій оптимальності	Автор і рік дослідження	Економічний зміст критерію
Кореляція шоків і швидкість пристосування	Т. Байомі та Б. Айхенгрін, 1992 [178]	Якщо шоки і відповіді на них схожі для всіх країн, симетричних регулятивних заходів буде достатньо, що усуває необхідність у автономній економічній політиці.
Характер шоків	В. Буїтер, 1995 [179]	Якщо домінують монетарні шоки, фіксований обмінний курс забезпечує більшу стабільність економіки. Якщо домінують реальні шоки, проведення політики плаваючого курсу є більш бажаним.

Продовження таблиці 2.5

Синхронізація бізнес-циклів	Дж.А. Франкель, Е.К. Роуз, 1997 [180]	Висока синхронізація бізнес-циклів членів валютної зони зменшує потребу у проведенні незалежної валютної та монетарної політики.
Наявність розвиненої фінансової системи	Дж.А. Франкель, Е.К. Роуз, 1997 [180]	Адекватний рівень міжнародних резервів та розвинена, ефективно контрольована та регульована банківська система дозволить запобігти конвертації валютної кризи в банківську.
Рівень доларизації	Дж.А. Франкель, Е.К. Роуз, 1997 [180]	Якщо валюта союзу вже достатньо інтенсивно обертається у країні, це створює для неї додаткові стимули до валютної інтеграції.
Наявність доміантного торгового партнера	Дж.А. Франкель, Е.К. Роуз, 1997 [180]	Наявність тісних торговельних зв'язків між країнами (тим більше, при проведенні розрахунків у валюті одного з партнерів) стимулює їх до більш глибокої валютної інтеграції.
Наявність договору з розподілу сеньйоражу	Дж.А. Франкель, Е.К. Роуз, 1997 [180]	Якщо існує схема з розподілу сеньйоражу, це зменшує для країни негативні наслідки, що генеруються втратою можливості проведення незалежної грошово-кредитної політики.
Історичні та географічні аспекти	А.Ф. Алесіна, Р.Дж. Барро, С. Тенрейро, 2002 [54]	Валютній інтеграції сприятимуть: 1) географічна близькість; 2) спільна мова; 3) статус колишньої або нинішньої колонії; 4) більш низький рівень добробуту; 5) менша чисельність населення.
Варіація реальних шоків	А.Ф. Алесіна, Р.Дж. Барро, С. Тенрейро, 2002 [54]	Варіація обсягів виробництва, виражена по відношенню до обсягів виробництва країни-якоря, частково залежить від кореляції виробництва (реальних шоків) і частково від індивідуальної варіації виробництва. Чим меншою є варіація, тим більшою є ефективність спільної політики.
Ефективність монетарної політики	Г. Кальво, К. Рейнхарт, 2002 [132]	Якщо монетарна політика є неефективною, втрата можливості її незалежного проведення не є високою ціною.

Джерело: авторське узагальнення

У зв'язку з необхідністю аналізу відносно довгих рядів історичних даних при проведенні економетричних тестів, вивчення критеріїв ОВЗ носить в більшій мірі ретроспективний характер. Такі дослідження не враховують зміни в політичних перевагах та політичних режимах [141]. На практиці ж, валютна інтеграція буде являти собою суттєву структурну перебудову для будь-якої групи країн, що прийняли нову єдину валюту. Питання щодо наслідків такої перебудови є достатньо дискусійним. Зокрема, існують дві протилежні парадигми – «гіпотеза спеціалізації Кругмана» та «гіпотеза ендогенності ОВЗ».



Перша парадигма, розроблена П. Кругманом [170, 181], постулює, що інтенсифікація торгівлі внаслідок створення валютної зони може спричинити поступову спеціалізацію регіонів на виробництві товарів, робіт, послуг щодо яких вони мають відносні переваги. Це, у свою чергу, призведе до меншої диверсифікації виробництва, асинхронізації бізнес-циклів та посилення чутливості до галузевих шоків.

Друга парадигма, «гіпотеза ендогенності ОВЗ», розроблена Дж.А. Франкелем та Е.К. Роузом [180], постулює, що валютна інтеграція знижує транзакційні витрати, втрати, пов'язані з реалізацією валютного ризику та його хеджуванням, вона виключає можливість майбутнього валютного демпінгу (конкурентної девальвації), стимулює приток прямих іноземних інвестицій і встановлення довгострокових відносин і в перспективі може створити умови для політичної інтеграції. Все це, в свою чергу, сприятиме подальшій інтенсифікації взаємної торгівлі, економічної і фінансової інтеграції та синхронізації бізнес-циклів між країнами, що мають єдину валюту.

Введення євро поживало дискусії щодо ендогенності ОВЗ [26, 182, 183]. Завдяки цьому було розширено спектр показників, що перебувають під впливом ендогенних ефектів валютної інтеграції (рис. 2.1).

У цілому, можна стверджувати, що «нова теорія ОВЗ», на відміну від традиційної, підкреслює домінування переваг над втратами від створення валютної зони.

За результатами проведеного дослідження можна зробити висновок, що процеси регіональної валютної інтеграції в значній мірі трансформують роль валютного регулювання та підвищують актуальність дослідження і розвитку методичного забезпечення комплексної оцінки економічної доцільності вступу держави до регіонального валютного угруповання.



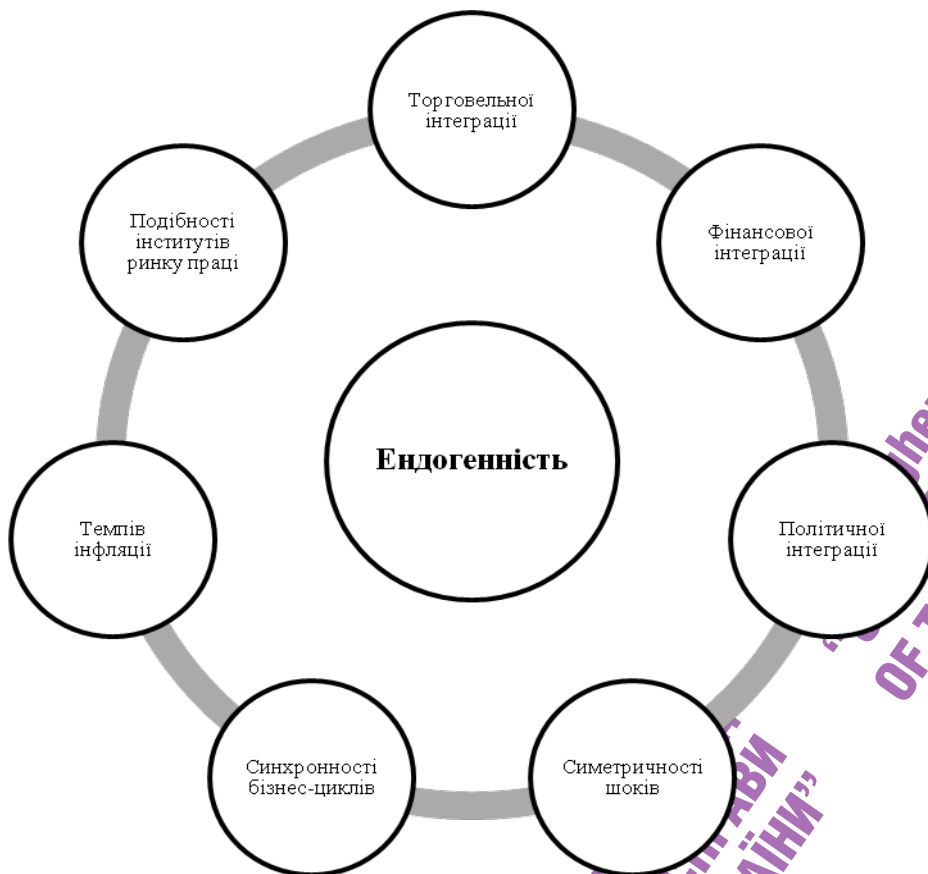


Рис. 2.1 Види ендогенності критеріїв ОВЗ

Джерело: авторське узагальнення

У роботі узагальнено та уточнено основні макроекономічні, мікроекономічні та викликані дією зовнішніх ефектів вигоди та втрати, що генерує для країни вступ до валютного союзу, враховуючи статичність та динамічність їх реалізації. Встановлено, що розглянуті економічні вигоди та втрати, не є уніфікованими, а тому їх порівняння доцільно проводити для конкретної країни з урахуванням конкретних історичних умов.

Уточнено основні критерії ОВЗ, а також проведено їх критичний аналіз, що надасть можливість у подальшому більш коректно трактувати результати оцінки зазначених критеріїв.

Визначено, що, не зважаючи на те, що теорія ОВЗ характеризується низкою суттєвих недоліків, вона, тим не менш, може служити конструктивним способом оцінки економічної доцільності вступу держави до регіонального валютного угруповання.

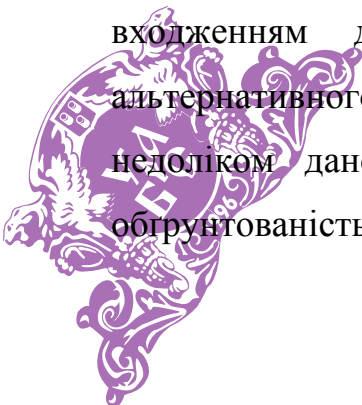
2.2 Науково-методичні підходи до оцінки доцільності регіональної валютної інтеграції

Незважаючи на те, що теорія ОВЗ характеризується низкою суттєвих недоліків (зокрема, внаслідок існування «проблеми неоднозначності», «проблеми несумісності» та прояву ендогенних ефектів), вона, тим не менш, може служити конструктивним способом оцінки економічної доцільності вступу держави до регіонального валютного угрупування.

Одними із найбільш ґрунтовних досліджень, на пострадянському просторі, з проблематики формування регіональних валютних інтеграційних утворень є роботи російських науковців С.М. Дробишевського та Д.І.Полевого [139, 184, 185]. Вони дослідили традиційний та альтернативний напрями до оцінки економічної доцільності вступу держави до регіонального валютного угрупування.

Перший ґрунтується на дослідженні критеріїв ОВЗ, що були розглянуті у підрозділі 2.1 дисертації. Вчені, які притримувалися традиційного напрямку, працювали переважно в рамках «новаторської фази» розвитку теорії ОВЗ (1960-ті – початок 1970-х років). Вони зосереджувались на обґрунтуванні певного критерію, який має першочергове значення для визначення меж ОВЗ, була відсутня основа щодо агрегування різних критеріїв.

У межах альтернативного напрямку визнається не доцільним застосування окремого критерію валютної інтеграції. Вважається, що дослідники повинні оцінювати усі переваги і недоліки для окремої країни, які пов'язані з її входженням до валютної зони (союзу). Таким чином, перевагою альтернативного напрямку є багатокритеріальний та всебічний аналіз. Певним недоліком даної методики можна вважати недостатню формалізацію та обґрунтованість способів узагальнення результатів аналізу. Дана проблема



обумовлена тим, що дослідження проводиться за якісними та кількісними критеріями, які оцінюються різними способами.

В економічній літературі з теорії ОВЗ в межах альтернативного напрямку можна виділити ряд підходів до емпіричної оцінки привабливості валютної інтеграції для певної країни або групи країн. У додатку Д наведено різні способи групування зазначених підходів.

На думку М. Ваймана [186], більшість існуючих підходів щодо оцінки придатності країни до потенційного вступу до валютного союзу належать до двох основних методів досліджень: вони базуються або на аналізі ретроспективної динаміки обмінних курсів або на оцінці економічних шоків та їх кореляції.

С.М. Дробишевський та Д.І. Полевий, окрім зазначених підходів, виділяють також підходи, засновані на аналізі критеріїв номінальної конвергенції та розрахунку індексу ОВЗ [139]. Аналогічної точки зору дотримується З. Куцера [188].

Економічна доцільність вступу Великобританії до ЄВВС оцінювалась у 2003 році Казначейством Її Величності за п'ятьма напрямками: конвергенція, гнучкість, інвестиції, фінансовий сектор та економічне зростання, стабільність, зайнятість [143]. Потрібно підкреслити, що дослідження переважно ґрунтувалось на критеріях ОВЗ, розглянутих у попередньому підрозділі дисертації. Однак, безпосередній набір критеріїв та способів їх оцінки є досить специфічним і відповідає ключовим завданням дослідження. Не зважаючи на те, що термін «конвергенція» безпосередньо використовувався лише для першого напрямку, однак за своїм змістом інші показники також спрямовані на оцінку різних видів конвергенції Великобританії та країн Євросоюзу.

Економічна конвергенція може оцінюватись різними способами. Різноманітні види економічної конвергенції та методологічні підходи до їх оцінки досить якісно узагальнені у роботі Н. Іслама [187]. При дослідженні практичних аспектів економічної конвергенції, у контексті валютної інтеграції,



найчастіше зазначені вище підходи використовуються як взаємодоповнюючі для підвищення об'єктивності результатів дослідження.

Таким чином, аналіз різних видів економічної конвергенції (номінальної, реальної та структурної) у певній мірі лежить в основі усіх виділених підходів до оцінки доцільності регіональної валютної інтеграції.

Таким чином, на основі узагальнення дослідженого матеріалу пропонуємо уточнену класифікацію методів оцінки доцільності регіональної валютної інтеграції (рис. 2.2)



Рис. 2.2 Класифікація методів оцінки доцільності регіональної валютної інтеграції

Джерело: авторська розробка

На практиці найбільш поширеними методами дослідження валютної інтеграції є неформалізовані методи аналізу номінальної конвергенції. Зазначимо, що дані підходи зазвичай враховують велику кількість різноманітних кількісних та якісних критеріїв, що визначають зближення

монетарних та бюджетних параметрів економік країн або регіонів. Причому набір та спосіб формалізації даних критеріїв може істотно відрізнятись.

Так, передумовою вступу до Єврозони є виконання ряду критеріїв, визначених Маастрихтським договором. Маастрихтські критерії об'єднують у дві групи – монетарну та фіскальну.

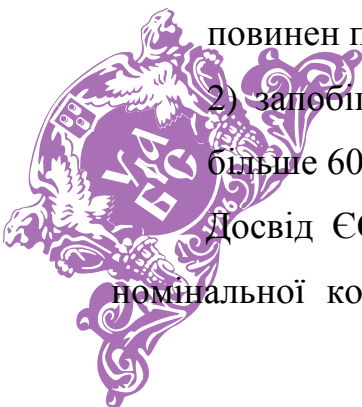
Монетарними критеріями є:

- 1) цінова стабільність: рівень інфляції потенційного члена ЄВВС за рік, що передував року перевірки, має не більше ніж на 1,5% перевищувати середній показник інфляції, який досягнуто в трьох країнах ЄС із найнижчими показниками інфляції;
- 2) стабільність процентних ставок: середньорічна номінальна ставка по еталонних 10-річних державних облигаціях не повинна перевищувати більш ніж на 2 процентні пункти середній рівень довготермінових процентних ставок країн-членів, де рівень процентних ставок є найнижчим.
- 3) курсова стабільність: відхилення обмінного курсу національної валюти від узгодженого центрального паритету протягом щонайменше двох років перед приєднанням країни до механізму валютних курсів 2 (ERM II) не повинно перевищувати межі вузького діапазону $\pm 2,25\%$ в умовах стабільного розвитку економіки. При цьому допускається короткострокове пониження і більш тривале підвищення обмінного курсу національної валюти поза межами вказаного діапазону, але не більше як на $+15\%$ від паритетного курсу.

Фіскальними критеріями є:

- 1) запобігання надмірному бюджетному дефіциту: дефіцит бюджету не повинен перевищувати 3% ВВП країни;
- 2) запобігання надмірної державної заборгованості: державний борг – не більше 60% ВВП.

Досвід ЄС часто використовується як приклад для розробки критеріїв номінальної конвергенції в інших інтеграційних утвореннях. Так, країнами



Карибського співтовариства (CARICOM) у 2006 р. були розроблені наступні критерії подальшої конвергенції: країни повинні підтримувати стабільний курс національної валюти до долара США не менше ніж протягом 36 місяців; рівень покриття імпорту національними валютними резервами не менше ніж протягом 12 місяців; зовнішній борг не більше 15 % обсягу експорту країни [38].

Далі розглянемо методичні аспекти дослідження регіональної валютної інтеграції між країнами перської затоки. У 2005 році представниками Європейського центрального банку була опублікована робота з даної проблематики [189]. У ній вивчалась практичні аспекти формування валютного союзу між шістьма країнами: Бахрейн, Кувейт, Оман, Катар, Саудівська Аравія та Об'єднані арабські емірати.

За допомогою Центробанку ЄС та Світового банку компетентні комітети Ради співробітництва арабських держав Перської затоки (CCASG), обговорювали економічні критерії і визначали їх елементи, методи розрахунку, межі економічної конвергенції. Зокрема, дефіцит бюджету був обмежений до 3 % ВВП, розмір державного боргу – до 60 % ВВП, розмір золотовалютних резервів – рівнем, достатнім для фінансування імпорту протягом не менше чотирьох місяців. Встановлені домовленості про контроль над процентними ставками банків [38].

Окрім аналізу монетарної та фіскальної конвергенції, можливість впровадження єдиної валюти між даними державами вивчалась також шляхом оцінки структурної конвергенції. На думку дослідників, структурну конвергенцію досить складно безпосередньо оцінити за допомогою кількісних показників. Для її оцінки переважно використовувався аналіз подібності структури економіки та економічної динаміки. Зокрема, для оцінки останнього параметру використовувався аналіз бізнес-циклів та показник ВВП на душу населення.

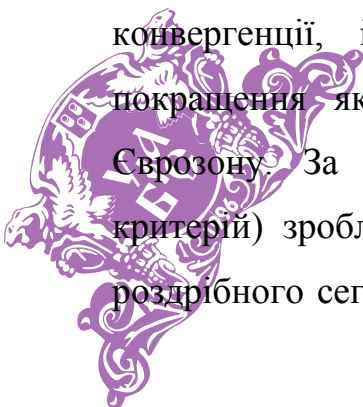
Перелік критеріїв макроекономічної конвергенції, які використовуються на даний момент східно-африканськими країнами наведено у додатку Е.



Перелік критеріїв макроекономічної конвергенції для різних африканських валютних союзів, що функціонують або перебувають у процесі становлення, є досить подібним. Наприклад, у країнах Західної Африки використовуються чотири основні критерії конвергенції: загальний дефіцит бюджету по відношенню до ВВП (за виключенням грантів) не більше 4 %; рівень інфляції на кінець періоду не більше 5 %; бюджетний дефіцит, що фінансується центральним банком не більше 10 % від доходу попереднього року; зовнішні резерви повинні покривати 6-ти місячний імпорт.

До вторинних критеріїв відносяться: заборона накопичення нових заборгованостей і необхідність врегулювання всіх поточних заборгованостей; відношення податкових доходів до ВВП не менше 20 %, відношення заробітної плати до загального обсягу податкових надходжень не більше 35 %; відношення, профінансованих за рахунок внутрішніх ресурсів, державних інвестицій до податкових надходжень не менше 20 %; позитивні реальні процентні ставки та стабільність реального обмінного курсу. Порядок розрахунку деяких із наведених вище критеріїв макроекономічної конвергенції країн Західної Африки наведено у додатку Ж.

Як зазначалося вище, економічна доцільність вступу Великобританії до Єврозони оцінювалась Казначейством Її Величності за п'ятьма напрямками: конвергенція, гнучкість, інвестиції, фінансовий сектор та економічне зростання, стабільність зайнятості [143]. Оцінка першого критерію базувалась на дослідженні сумісності бізнес-циклів та економічних структур Великобританії та ЄВС. Аналізуючи другий критерій (гнучкість) науковці переважно концентруються на вивченні рівня мобільності ринку праці. За третім критерієм (інвестиції) зроблено висновок що, за умови досягнення високого рівня конвергенції, існує достатня впевненість щодо збільшення обсягів та покращення якості інвестицій у економіку Великобританії при вступі у Єврозону. За результатами дослідження фінансового сектору (четвертий критерій) зроблено висновок що рівень конкурентності як оптового, так і роздрібного сегментів фінансового ринку Великобританії істотно не зміниться



при її вступі до Єврозони. Стосовно останнього критерію встановлено, що стабільний економічний ріст та низький рівень безробіття у Великобританії, як члена Євросоюзу, будуть досягнуті при збільшенні рівня економічної конвергенції.

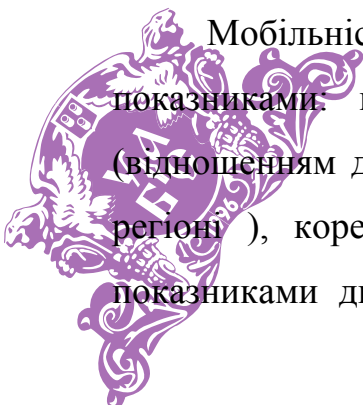
Таким чином, на основі проведеного аналізу можна виділити особливості неформалізованих досліджень номінальної конвергенції. По-перше, комплексність аналізу, тобто жодне дослідження не обмежується вивченням двох-трьох ключових критеріїв теорії ОВЗ. По-друге, переважна орієнтація на виконання певних фіксованих критеріїв (критеріїв конвергенції), а не двосторонній аналіз відмінності (подібності) динаміки певних макроекономічних показників. По-третє, формування набору критеріїв та визначення способів їх кількісної та якісної оцінки визначається поточною макроекономічною та політичною ситуацією у країнах-потенційних членах валютного союзу, а також досвідом валютної інтеграції між ними.

У науковій економічній літературі найбільш поширеними є неформалізовані методи аналізу реальної конвергенції, які передбачають комплексну оцінку ряду показників, що представляють собою «проксі» для критеріїв ОВЗ з метою обґрунтування доцільності або недоцільності регіональної валютної інтеграції певної країни або групи країн.

Потрібно зазначити, що перелік критеріїв ОВЗ, що підлягає дослідженню, не є універсальним. Далі вважаємо за доцільне розглянути варіанти розрахунку показників-замінників основних критеріїв ОВЗ.

Мірою гнучкості цін і заробітної плати виступає кореляція між динамікою відхилень від тренду реальної заробітної плати та відхилення від тренду ВВП [191].

Мобільність робочої сили у різних роботах вимірюється наступними показниками: кореляцією рівнів безробіття [191], нерівністю у доходах (відношенням доходів на душу населення найбагатших і найбідніших країн у регіоні), кореляцією між номінальною заробітною платою і рівнем цін, показниками динаміки реальної заробітної плати і рівня безробіття, рівнем



нарахувань на заробітну плату, ступенем охоплення найманих працівників професійними спілками, співвідношення мінімальної до середньої заробітної плати [192].

Так, наприклад, відмінності у доходах явно являють собою перешкоду для інтеграції на ринку праці, враховуючи, що багаті країни не погодяться на суттєве відкриття своїх ринків для працівників з інших регіонів. Наслідки трудової міграції інші у випадку інтеграції аналогічних ринків праці: міграція залишається незначною і, в основному, буде відбуватися у відповідь на регіональні потрясіння.

Одним із підходів до виміру ступеню мобільності капіталу є концепція покритого диференціалу процентних ставок (CID), представлена наступним чином (2.1):

$$CID = i - i^* - fd, \quad (2.1)$$

де, i – внутрішня номінальна процентна ставка;

i^* – зовнішня номінальна процентна ставка;

fd – форвардний диференціал.

На думку Дж.А. Франкеля [193, с. 200], даний показник «охоплює всі бар'єри на шляху інтеграції фінансових ринків: трансакційні витрати, витрати на отримання інформації, контроль за рухом капіталу, податкові закони, ризик дефолту та ризик майбутнього контролю за рухом капіталу».

В роботі А.Ф. Алесіні, Р.Дж. Барро, С. Генрейро [54] підкреслюється необхідність врахування не тільки кореляції шоків, але й їх волатильності для оцінки їх асиметричності. Так, якщо шоки будуть корельованими, однак різними за масштабами, то монетарна політика країни-якоря все одно не задовольнятиме потреби країни-претендента. Виходячи з цього, при аналізі шоків пропонується використовувати відношення дисперсій випуску країни-претендента та країни-якоря. Очевидно, що даний коефіцієнт буде відображати і ступінь корельованості шоків, і різницю у рівні волатильності.

Для оцінки волатильності шоків реального сектору економіки може використовуватись абсолютне значення різниці стандартних відхилень логарифмів темпів росту реального ВВП (RGDP) для країни i та j (формула(2.2)) [139, с. 69]:

$$SD(Y_{ij}) = \left| SD\left(\ln \frac{RGDP_i^t}{RGDP_i^{t-1}}\right) - SD\left(\ln \frac{RGDP_j^t}{RGDP_j^{t-1}}\right) \right|. \quad (2.2)$$

Чим більше значення даного показника тим більша асиметричність реальних шоків, які здійснюють вплив на економіку країн i та j . Аналогічна формула може застосовуватись для оцінки волатильності промислового виробництва, реальних доходів на душу населення, внутрішніх інвестицій, балансу бюджету, сальдо рахунку поточних операцій, національних заощаджень, темпів росту грошової пропозиції (показник асиметричності номінальних шоків) [139, с. 69-79].

Також відома інша концепція оцінки конвергенції країн на основі стандартних відхилень. Дана концепція має назву «сигма конвергенція» і передбачає, що конвергенція між групою країн існує коли дисперсія макроекономічних змінних в різних країнах падає з плином часу [187, 190]. Можна вважати, що «сигма конвергенція» існує, якщо справджується нерівність (2.3):

$$\sigma_t = \sqrt{\frac{1}{N} \sum_{j=1}^N (x_{j,t} - \bar{x})^2} \leq \sigma_{t-1} = \sqrt{\frac{1}{N} \sum_{j=1}^N (x_{j,t-1} - \bar{x})^2}, \quad (2.3)$$

де, x – певна макроекономічна змінна;

\bar{x} – середнє значення змінної x ;

N – кількість країн у вибірці;

j – індекс окремої країни.



У якості показника, що характеризує абсолютний розмір економіки країни роботі [139] використовувалося середнє значення реальних ВВП за період дослідження.

Для кількісної оцінки ступеню торгової відкритості економіки у роботі [192] пропонується дослідити ряд окремих показників: обсяг експорту певної країни у країни-члени валютного союзу (у відсотках від ВВП), загальний обсяг експорту (у відсотках від ВВП), частку країни-члена у загальному експорті, частка країн-партнерів в загальному обсязі імпорту, загальне зростання експорту та імпорту країни за певний період.

Іншим варіантом оцінки ступеню торгової відкритості економіки є аналіз показника частки зовнішньої торгівлі у номінальному ВВП [185]. Він розраховується за допомогою формули (2.4):

$$TR_{ij} = \text{Average} \left(\frac{Ex_{ij}^t + I_{ji}^t}{NGDP_i^t} \right), \quad (2.4)$$

де, Ex_{ij} – експорт з країни і в країну j;

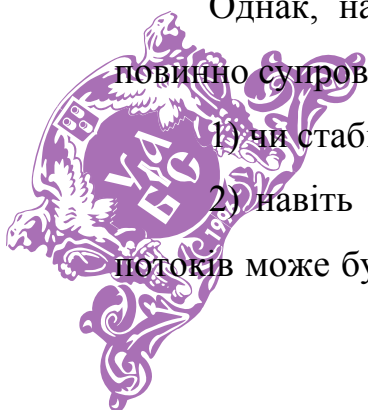
I_{ij} – імпорт з країни і в країну j;

NGDP – номінальний ВВП.

Чим більше значення даного показника, тим більша відкритість економіки по відношенню до країни-потенційного партнера у валютному союзі. Чим більша відкритість економіки тим більш економічно обґрунтованим є впровадження жорстко фіксованого валютного курсу оскільки він сприятиме досягненню стабільності внутрішніх цін.

Однак, на думку Р. Кронбергера [140], використання цього показника повинно супроводжуватися деякими уточненнями:

- 1) чи стабільним є рівень цін в економіках основних торгових партнерів;
- 2) навіть якщо ступінь відкритості низький, волатильність торгівельних потоків може бути відносно високим. Таким чином, за умови наявності даних,



доцільно дослідити волатильність торгового потоку залежно від розміру торговельних потоків;

3) парадокс, що високий ступінь відкритості виключає високу диверсифікацію економіки («гіпотеза спеціалізації Кругмана»), може бути вирішений на основі аналізу частки внутрішньогалузевої торгівлі. Частка внутрішньогалузевої торгівлі показуватиме також, в якій мірі обсяги міжнародної торгівлі можуть реагувати на коливання обмінного курсу. Чим вище частка внутрішньогалузевої торгівлі, по відношенню до зовнішньої, тим меншим буде вплив коливань обмінного курсу. Як правило, розрахунок внутрішньогалузевої торгівлі має наступний вигляд (2.5):

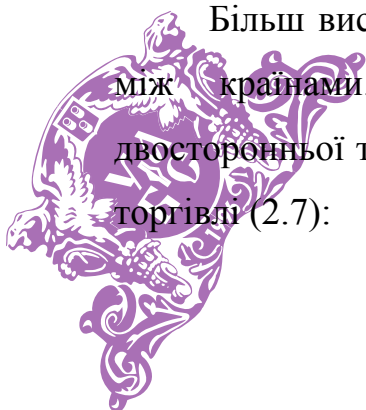
$$B_i = \frac{(X_i + M_i) - |X_i - M_i|}{(X_i + M_i)} \times 100, \quad (2.5)$$

Якщо експорт продукту i (X_i) дорівнює імпорту даного продукту (M_i), індекс B_i дорівнює 1. Торгівля складається на 100 % з внутрішньогалузевої торгівлі. Чим більше або X_i або M_i наближається до 0, тим меншою стає частка внутрішньогалузевої торгівлі.

Дж.А. Франкель [26] для оцінки інтенсивності міжнародної торгівлі між двома країнами i та j на момент часу t пропонує використовувати два різних проксі-показники. Перший ґрунтується тільки на даних про міжнародну торгівлю (2.6):

$$wt_{ijt} = (X_{ijt} + M_{ijt}) / (X_{it} + X_{jt} + M_{it} + M_{jt}) \quad (2.6)$$

Більш високі значення wt_{ijt} як свідченням більшої інтенсивності торгівлі між країнами. Другий проксі-показник нормалізує загальний обсяг двосторонньої торгівлі номінальним ВВП двох країн замість загального обсягу торгівлі (2.7):



$$wy_{ij} = (X_{ij} + M_{ij}) / (Y_i + Y_j) \quad (2.7)$$

У роботі [194] індекс інтенсивності торгівлі між країною і країною j визначається на основі формули (2.8):

$$I_{ij} = \left(\frac{T_{ij}}{T_i} \right) / \left(\frac{T_{jw}}{T_w} \right) \quad (2.8)$$

де, T_{ij} – обсяг торгівлі країни i з країною j ;

T_i – загальний обсяг торгівлі країни i ;

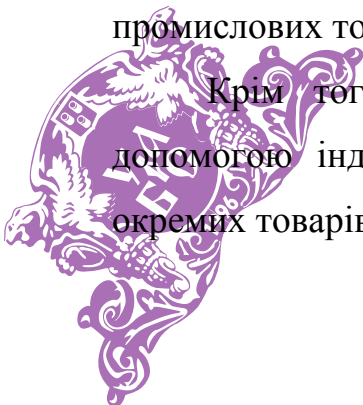
T_{jw} – обсяг торгівлі іншого світу з країною j ;

T_w – загальний обсяг торгівлі в світі.

Таким чином, даний показник відображає співвідношення частки торгівлі з країною j в загальному товарообігу країни i до частки торгівлі країни j у загальному обсязі світової торгівлі. Індекс нормовано поділом на питому вагу країни в загальному обсязі світової торгівлі, що дозволило усунути ефект масштабу економік. Чим вище значення індексу тим більш тісно дані дві країн взаємопов'язані у торгівлі, а отже мають передумови для створення валютного союзу (зони).

Як зазначалося у підрозділі 2.1, вузькоспеціалізована структура виробництва та експорту призводить до підвищення вразливості країни до шоків, що випливають з собівартості і попиту в сфері своєї спеціалізації. Одним із варіантів оцінки подібності економічних структур є розрахунок суми абсолютних різниць часток сільськогосподарських, мінеральних та промислових товарів у загальному обсязі торгівлі товарами [195].

Крім того, ступінь спеціалізації країни може бути обчислений за допомогою індекса Херфіндаля, який являє собою суму квадратів часток окремих товарів (2.9):



$$H_{it} = \sum_j \left(\frac{x_{ijt}}{X_{it}} \right)^2, \quad (2.9)$$

де, x_{ijt} – експорту країни i товарів групи j у році t ;

X_{it} – загальний обсяг експорту країни i у році t .

Високе значення показника H показує, що країна спеціалізується на виробництві декількох товарів [196].

Рівень фіскальної інтеграції може бути оцінений на основі аналізу відношень дефіциту бюджету (включаючи гранти) до ВВП, дефіциту бюджету (за виключенням грантів) до ВВП, державного боргу до ВВП [190].

Як зазначалося вище, інфляційна конвергенція (аналогічно монетарним та реальним шокам) може бути оцінена на основі дослідження показників кореляції та волатильності темпів зростання індексу споживчих цін [139]. Для опису узгодженості динаміки інфляційних показників використовується коефіцієнт кореляції між логарифмом темпу зростання індексу споживчих цін і аналогічним показником для країни, яка є базою порівняння. Разом з тим нестабільність темпів інфляції вимірюється абсолютним значенням різниці стандартних відхилень логарифма інфляції для країн i та j , що обраховується за формулою (2.2).

У якості показника для кількісної оцінки волатильності номінального обмінного курсу валют може використовуватись стандартне відхилення значень логарифму темпу росту обмінного курсу валюти країни i до валюти країни j протягом періоду дослідження (формула (2.10)) [185]:

$$SD(E_{ij}) = SD \left(\ln \frac{E_{ij}^t}{E_{ij}^{t-1}} \right). \quad (2.10)$$

Чим більше значення даного показника, тим більша взаємна волатильність обмінного курсу двох країн, які досліджуються.

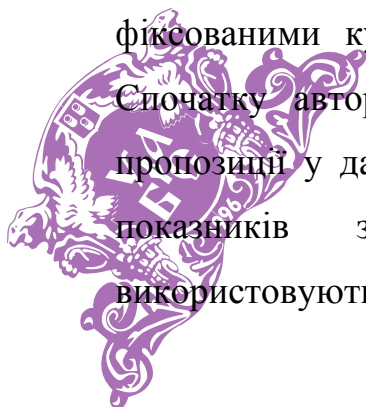


Про високий ступінь економічної конвергенції може свідчити подібність процентних ставок, однак необхідно враховувати, що рівень процентних ставок, окрім фундаментальних економічних факторів, можуть впливати й інші чинники. Найчастіше у науковій літературі з теорії ОВЗ аналізується кореляція та волатильність наступних процентних ставок: ставка центрального банку, ставка за короткостроковими казначейськими зобов'язаннями, ставка за короткостроковими кредитами, реальні короткострокові процентні ставки.

Крім розглянутих вище неформалізованих підходів до оцінки номінальної та реальної конвергенції, які ґрунтуються на дослідженні окремих критеріїв або їх сукупності у межах теорії ОВЗ, також проводяться формалізовані дослідження валютної інтеграції із використанням методів економіко-математичного моделювання. У межах даних робіт вирішується завдання визначення найбільш релевантних критеріїв валютної інтеграції та вивчаються формальні аспекти їх врахування. Наприклад, у роботах опублікованих Національним бюро економічних досліджень (США) [54, 194, 197] наводяться декілька економіко-математичних моделей, які застосовувались науковцями для формалізації дослідження проблеми формування ОВЗ.

У першій роботі [197] проаналізовано переваги та недоліки входження малої економіки до валютної зони яка передбачає взаємну фіксацію курсів країн-учасниць. У процесі дослідження економіка країни-потенційного учасника валютної зони тестувалась на можливість протидії реальним та монетарним шокам в умовах плаваючого та фіксованого курсу.

Для аналізу використовувалась модель у якій присутні три країни: Країна 1 є невеликою країною, яка має економічні зв'язки з двома іншими країнами; країна 2 є потенційним партнером країни 1 при створенні валютної зони з фіксованими курсами; країна 3 умовно представляє собою решту світу. Спочатку автор формує рівняння які відображають поведінку попиту та пропозиції у даних країнах, а також динаміку деяких фінансових активів та показників зовнішньоекономічної діяльності. Далі ці рівняння використовуються для знаходження ВВП та рівня цін за умови плаваючого та



фіксованого валютного курсу. Отримані результати враховуються при оцінці динаміки валютного курсу за умови входження та не входження до валютної зони. Показники сформованої моделі оцінюються за умови впливу внутрішніх та зовнішніх шоків, які мають монетарний та немонетарний характер. При оцінці зовнішніх шоків також враховувався рівень їх кореляції.

За результатами дослідження встановлено, що економічна доцільність входження країни до валютного союзу залежить від: динаміки заробітної плати та цін у середині даної країни та за кордоном, структури торгівлі та джерел економічних шоків [197]. Автор підкреслює безумовну складність вибору між гнучким курсом та його фіксацією у межах валютної зони. Він зазначає, що вибір повинен здійснюватись на основі вивчення емпіричних даних щодо: динаміки основних макроекономічних показників, джерел та видів шоків, а також інших факторів розглянутих у моделі.

Інша модель побудована для дослідження економічних передумов валютної інтеграції у Азії [194]. У даній роботі тестувався вплив шоків реального сектору та монетарних шоків на ключові макроекономічні параметри країн Південно-Східної Азії для оцінки економічних умов формування валютного союзу. При оцінці реальних шоків автори концентруються на вивченні різких змін у поведінці інвесторів використовуючи функцію 2.11:

$$\ln I_t^i = \alpha_0^i + \alpha_1^i \ln r_{t-1}^i + \alpha_2^i \ln Y_{t-1}^i + \alpha_3^i T + \varepsilon_t^i, \quad (2.11)$$

де, I_t^i – інвестицій (в реальному обчисленні) у країні i у час t ,

r_{t-1}^i – процентна ставка у країні i , у час $t-1$;

Y_{t-1}^i – реальний ВВП в країні i у час $t-1$;

T – часовий тренд;

ε_t^i – помилка обчислень;

$\alpha_0^i, \alpha_1^i, \alpha_2^i, \alpha_3^i$ – коефіцієнти моделі.



Далі автори використовували отримані значення помилок (ε_t^i) у якості показника реальних шоків для економіки кожної країни, що досліджувались. Для оцінки монетарних шоків використовувалась функція подібна до наведеної вище.

Остання із проаналізованих нами моделей, опублікованих Національним бюро економічних досліджень, присвячена оцінці переваг та недоліків створення оптимальної валютної зони виходячи із критерію подібності цінової динаміки у двох країнах [54]. Для оцінки даного критерію використовувалась авторегресія другого порядку (2.12):

$$\text{Ln} \frac{P_{it}}{P_{jt}} = b_0 + b_1 \text{Ln} \frac{P_{i,t-1}}{P_{j,t-1}} + b_2 \text{Ln} \frac{P_{i,t-2}}{P_{j,t-2}} + \varepsilon_{tij} \quad (2.12)$$

де, P_{it} та P_{jt} – ціни у країні і та у країні j відповідно, у час t;

$P_{i,t-1}$ та $P_{j,t-1}$ – ціни у країні і та у країні j відповідно, у час t-1;

$P_{i,t-2}$ та $P_{j,t-2}$ – ціни у країні і та у країні j відповідно, у час t-2;

ε_{tij} – помилка обчислень;

b_0 , b_1 , b_2 – коефіцієнти моделі.

За оцінками залишкової помилки ($\hat{\varepsilon}_{tij}$) вимірюється відносна ціна, яка не може бути прогнозована на основі двох попередніх значень відносних цін. Потім для оцінки величини розбіжності цінової динаміки у досліджуваних країнах автори [54] розраховують середньоквадратичну помилку за формулою (2.13):

$$VP_{ij} \equiv \sqrt{\frac{1}{T-3} \sum_{t=1}^T \varepsilon_{tij}^2} \quad (2.13)$$



Нижче значення наведеного вище показника означає більшу подібність динаміки цін між країнами. Таким чином, даний методичний підхід може використовуватись для кількісної оцінки критерію «схожість динаміки інфляції» який, як зазначалось вище, є одним із основних при дослідженні доцільності формування валютного союзу.

Аналогічний підхід також використано для оцінки подібності динаміки ВВП на душу населення удвох країнах [54]. Даний показник може використовуватись для визначення рівня синхронізації економічних циклів.

М. Фельдштайн та К. Харіока [198] розробили популярну модель для вимірювання міжнародної мобільності капіталу, посиляючись саме на довгостроковий капітал, оскільки довгострокові активи рідко бувають об'єктом арбітражу на міжнародному рівні. Країни, яким характерна висока кореляція між заощадженнями та інвестиціями, що може бути оцінена за рівнянням (2.14), найчастіше мають закриті фінансові сектори, демонструючи незначну мобільність капіталу на міжнародному рівні. У випадку абсолютної мобільності капіталу внутрішня реальна процентна ставка дорівнює світовій реальній процентній ставці (паритет реальних процентних ставок), а внутрішні заощадження не корелюють з внутрішніми інвестиціями.

$$\left(\frac{I}{Y}\right)_t = \alpha + \beta \left(\frac{S}{Y}\right)_t + u_t, \quad (2.14)$$

де, I – обсяг інвестицій;

Y – ВВП;

S – обсяг заощаджень;

u_t – похибка апроксимації.

Залишкові кореляції, а також кореляції залишків (u_t) з $(S / Y)_t$, ймовірно, вказують на ендогенність останньої змінної. Теоретичним поясненням цього є проциклічність руху заощаджень та інвестицій та/або вплив уряду на



заощадження [193, с. 198]. Економетрично ендогенність може бути нівельована на основі використання наступного підходу (2.15):

$$\Delta\left(\frac{I}{Y}\right)_t = \alpha + \beta\Delta\left(\frac{S}{Y}\right)_t + \gamma\left(\frac{S}{Y} - \frac{I}{Y}\right)_t + \delta\left(\frac{S}{Y}\right)_t + v_t. \quad (2.15)$$

Рівняння (2.15) є першим рівнянням моделі корекції помилок. Якщо дві змінні є ендогенними і прагнуть до довгострокової рівноваги, вони називаються коінтегрованими. Як і в рівнянні (2.14), коефіцієнт β пояснює зміни в інвестиціях внаслідок змін в заощадженнях (короткострокові відносини), або, іншими словами, до якою мірою шок у заощадженнях транспонується на інвестиції. Коефіцієнт γ символізує швидкість повернення до довгострокової рівноваги.

Ще один формалізований підхід до оцінки номінальної конвергенції запропонували Дж.К. Брада та А.М. Кутан, які на основі коінтеграційного аналізу провели дослідження конвергенції монетарної бази між країнами Центральної та Східної Європи та Німеччиною [199]. Метою аналізу було виявлення здатності зазначених країн слідувати політиці Бундесбанку. Разначені дослідники разом з С. Жоу на основі використання методу ковзної коінтеграції дослідили конвергенцію монетарних показників Німеччини і Франції з країнами, що недавно стали членами ЄС і деякими країнами-кандидатами з перехідною економікою. Зокрема, досліджувалася подібність грошової бази, M2 та індексу споживчих цін. Було виявлено суттєву коінтеграцію між країнами, які нещодавно приєдналися до ЄС та Німеччиною і Францією. Коінтеграції для країн з перехідною економікою була суттєвою відносно M2 та рівня цін, але в меншій мірі – відносно грошово-кредитної політики. Автори зробили висновок, що прив'язка до євро є допустимою для країн Східної Європи, але вигоди від приєднання до зони євро поки ще обмежені.

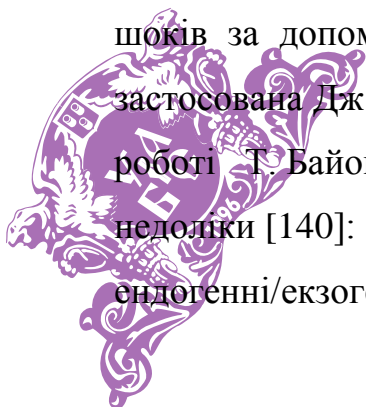


У роботі Т. Байомі та Б. Айхенгрін [195] була запропонована методика розрахунку показника, що відображає волатильність номінального обмінного курсу, який автори назвали індексом ОВЗ. Дана методика, заснована на використанні панельної регресії, дозволяє відсортувати країни за ступенем їх придатності до валютної інтеграції, відповідно до критеріїв ОВЗ (Додаток И, формула (И.1)). Придатність відповідної країни до валютної інтеграції вважається тим вищою, чим нижчим є індекс ОВЗ.

Подібна регресійна модель оцінки економічної доцільності валютної інтеграції Росії з країнами Співдружності Незалежних Держав була розроблена С.М. Дробишевським та Д.І. Полевим [139; 185]. Рівняння наведене у додатку И (формула И.2) є ключовим у даній моделі.

Крім того, у науковій літературі з оцінки економічної доцільності валютної інтеграції представлено ряд підходів, заснованих на регресійному ретроспективному аналізі залежності волатильності номінального (реального) обмінного курсу від різних показників, що представляють собою «проксі» для критеріїв ОВЗ. Перевагою зазначених методів, засновником яких вважається Р. Ваубель [172], є можливість узагальнення більшості критеріїв ОВЗ, які виокремлено науковцями, для оцінки доцільності створення валютного союзу. Оцінка проводиться шляхом визначення знаку та статистичної значимості коефіцієнтів при розглянутих вище показниках валютної інтеграції, які включені до регресійної моделі.

Іншим підходом до формалізованого аналізу критеріїв ОВЗ, який також достатньо широко використовувався багатьма авторами, є структурні векторні авторегресійні моделі, які дозволяють аналізувати часовий збіг тимчасових і постійних шоків в групі країн. Крім того, вони дозволяють порівняти динаміку шоків за допомогою функцій імпульсу-відповіді. Така модель була вперше застосована Дж. Бланчардом та В. Кво у 1989 році [200], та суттєво розвинена у роботі Т. Байомі та Б. Айхенгрін [201]. Однак, даний метод має певні недоліки [140]: 1) він не здатний розрізняти номінальні/реальні, а також ендогенні/екзогенні шоки; 2) він заснований на припущенні, що шоки попиту є



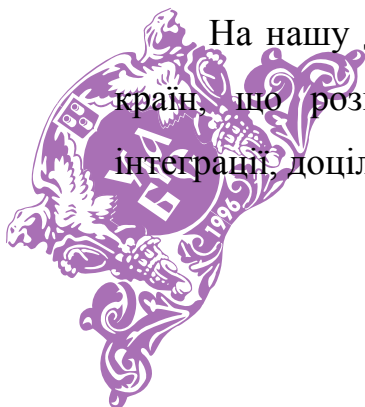
тимчасовими, а шоки пропозиції носять постійний характер; 3) він потребує наявності достатньо довгих часових рядів для проведення аналізу.

Також можна виділити напрям формалізованих досліджень реальної конвергенції, що заснований на аналізі бізнес-циклів та їх кореляцій. Такі методи сильно різняться за ступенем їх складності: від використання фільтру Ходріка-Прескотта, що розкладає часовий ряд на тренд та циклічну компоненту, до застосування одновимірних марковських авторегресій (MS-VAR). Однак недостатність даних та значна частота структурних зрушень у країнах, що розвиваються, ставить під сумнів можливість адекватного застосування зазначених методів для дослідження економічної доцільності валютної інтеграції зазначених країн.

У таблиці 2.6 узагальнено основні критерії та їх замітники, які, на нашу думку доцільно використовувати з метою оцінки економічної доцільності регіональної валютної інтеграції.

За результатами проведеного дослідження можна стверджувати, що постулати традиційної теорії ОБЗ та їх критика, в основному, стосуються оцінки економічної доцільності регіональної валютної інтеграції розвинених країн. Про некоректність застосування традиційного аналізу витрат та вигід відносно регіональної валютної інтеграції між країнами, що розвиваються, наголошується у роботах багатьох науковців [202, 203]. Наразі комплексні емпіричні і теоретичні дослідження механізмів регіональних валютної інтеграції за межами Європи майже відсутні. Виходячи з цього, посилюється актуальність розробки теоретичного та аналітичного підґрунтя для оцінки економічної доцільності регіональної валютної інтеграції країн, що розвиваються.

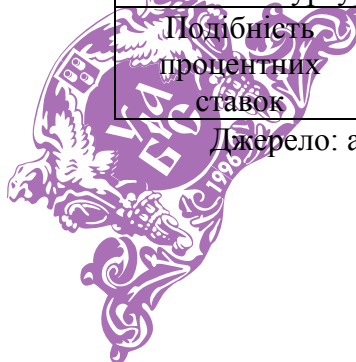
На нашу думку, серед основних особливостей функціонування економік країн, що розвиваються, які значно впливають на процеси регіональної інтеграції, доцільно враховувати наступні.



Основні критерії та проксі-показники оцінки економічної доцільності
регіональної валютної інтеграції

Критерій оптимальності	Проксі-показники
Гнучкість цін і заробітної плати	Кореляція між динамікою відхилень від тренду реальної заробітної плати та відхилення від тренду ВВП
Мобільність факторів виробництва	Мобільність праці: кореляція рівнів безробіття, відношення доходів на душу населення найбагатших і найбідніших країн у регіоні, кореляція між номінальною заробітною платою і рівнем цін, кореляція реальної заробітної плати і рівня безробіття, відносна щільність населення, середня тривалість життя. Міжнародна мобільність капіталу: критерій Фельдштайна-Харіоки (2.14)
Симетричність шоків	Оцінки волатильності: абсолютне значення різниці стандартних відхилень логарифмів темпів росту реального ВВП, промислового виробництва, реальних доходів на душу населення, внутрішніх інвестицій, балансу бюджету, сальдо рахунку поточних операцій, національних заощаджень, для країни і та j (2.2). Відношення дисперсій випуску країни-претендента та країни-якоря. Сигма конвергенція (2.3)
Розмір економіки	Середнє значення реального ВВП за період дослідження
Ступінь торгової відкритості економіки	Торгова відкритість: обсяг експорту певної країни у країни-члени валютного союзу (у відсотках від ВВП), загальний обсяг експорту (у відсотках від ВВП). Торгова інтеграція: частки зовнішньої торгівлі у номінальному ВВП (2.4), інтенсивність внутрішньогалузевої торгівлі (2.5), індекси інтенсивності торгівлі (2.6; 2.7; 2.8).
Подібність економічних структур	Суми абсолютних різниць часток сільськогосподарських, мінеральних та промислових товарів у загальному обсязі торгівлі товарами
Диверсифікація виробництва та споживання	Індекса Херфіндаля (2.9)
Рівень фіскальної інтеграції	Відношення: дефіциту бюджету (включаючи гранти) до ВВП, дефіциту бюджету (за виключенням грантів) до ВВП, державного боргу до ВВП.
Інфляційна конвергенція	Коефіцієнт кореляції між логарифмом темпу зростання індексу споживчих цін і аналогічним показником для країни, яка є базою порівняння. Волатильність: абсолютне значення різниці стандартних відхилень логарифма інфляції для країн і та j (2.2).
Волатильність номінального обмінного курсу	Стандартне відхилення значень логарифму темпу росту обмінного курсу валюти країни і до валюти країни j протягом періоду дослідження (2.10)
Подібність процентних ставок	Кореляція та волатильність ставок: центрального банку, за короткостроковими казначейськими зобов'язаннями, за короткостроковими кредитами, реальних короткострокових ставок.

Джерело: авторське узагальнення.

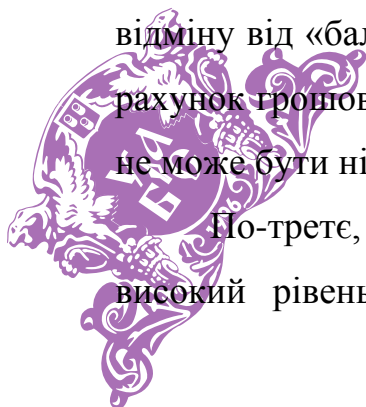


По-перше, у країнах, що розвиваються, спостерігається посилення впливу «балансових ефектів»: зміни валютних курсів та процентних ставок за наявності значних валютних та строкових розривів в структурі національного боргу, а також активів і зобов'язань економічних агентів (урядів, банків, нефінансових фірм і домашніх господарств) негативно позначається на запасах та потоках фінансових ресурсів, зменшуючи власний капітал та чистий прибуток зазначених економічних агентів. Це систематично підвищує ризик розгортання кризи платоспроможності і тим самим підвищує загальну економічну невизначеність в економіці, яка має статус чистого боржника.

По-друге, країни, що розвиваються, перебувають під впливом так званого «первородного гріха»: такі країни неспроможні здійснювати зовнішні запозичення у власних валютах. Наявність значного за обсягом зовнішнього боргу, вираженого в іноземній валюті, може здійснювати істотний вплив на те, яким чином рух обмінного курсу впливає на процес валютної інтеграції таких країн. Так, у разі зовнішнього шоку, ці країни спочатку намагатимуться запобігти девальвації національних валют і, якщо не зможуть досягти цієї мети, перейдуть до політики конкурентних девальвацій, що, особливо в рамках регіональних інтеграційних торговельних угод, матиме ефект «розорення сусідів» та заважатиме регіональній торговельній інтеграції. Таким чином, більшість країн, що розвиваються, стикаються з більш високою економічною нестабільністю і втратами макроекономічного зростання і доходу.

Витоки економічного «первородного гріха» є в більшій мірі історичними, ніж політичними: результати емпіричних досліджень [204] не виявили кореляції між рівнем «первородного гріха», з одного боку, і рівнем розвитку, макроекономічною надійністю і якістю інститутів, з іншого боку. Отже, на відміну від «балансових ефектів», які можуть бути в певній мірі пом'якшені за рахунок грошово-кредитної політики, негативні наслідки «первородного гріха» не може бути нівельовані внутрішньою макроекономічною політикою.

По-третє, у країнах, що розвиваються, найчастіше спостерігається високий рівень доларизації. В умовах недостатньої довіри населення до



монетарної влади підвищується ризик того, що новостворена/нововведена валюта (навіть враховуючи, набуття нею статусу єдиного законного платіжного засобу) не зменшить рівень доларизації, оскільки економічні агенти продовжуватимуть використовувати валюту третьої країни. Крім того, в умовах значної доларизації економіки, коливання валютних курсів мають суттєвий вплив на запаси та потоки фінансових ресурсів економічних об'єктів, що, як вже зазначалося, підвищує ризик розгортання кризи платоспроможності.

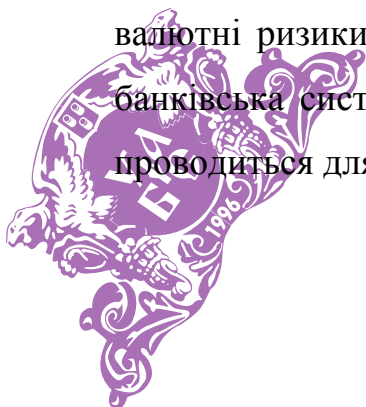
По-четверте, у країнах, що розвиваються, найчастіше спостерігається високий рівень інфляції, що слугує одним з джерел отримання доходу від сеньйоражу. Валютна інтеграція з країнами, яким характерний менший рівень інфляції, призводить до часткових втрат такого доходу.

По-п'яте, у країнах, що розвиваються, найчастіше спостерігається значна волатильність обмінного курсу. У цих умовах значення обмінного курсу на початок і кінець року можуть істотно відрізнятись від середньорічного значення, що необхідно враховувати при проведенні емпіричних досліджень.

По-шосте, у контексті функціонування країн, що розвиваються, прояв ендогенності критеріїв ОВЗ має специфічний характер. Зокрема, постійна лібералізація торгівлі і одномоментне введення єдиної валюти потребує значної політичної волі та суттєвого розвитку економічного співробітництва, чого часто не вистачає таким країнам.

Розглянуті особливості, на нашу думку, обумовлюють специфіку оцінки економічної доцільності валютної інтеграції країн, що розвиваються.

Так, вплив «балансових ефектів» посилюється внаслідок нерозвиненості фінансових ринків та слабкості вітчизняних банківських систем країн, що розвиваються. У таких умовах банки та фірми не мають змоги хеджувати свої валютні ризики, так що валютна криза трансформується у фінансову. Слабка банківська система не в змозі витримати підвищення процентних ставок, яке проводиться для захисту національної валюти.



Таким чином, особливу увагу необхідно приділити оцінці розвиненості фінансових ринків країн, що оцінюють перспективи регіональної валютної інтеграції.

Серед різноманітних показників, що дозволяють охарактеризувати рівень розвитку фінансового сектора, в роботах по емпіричній перевірці теорії ОВЗ найчастіше використовуються наступні:

а) рівень розвитку банківського сектора: середня частка кредитів приватному сектору у загальному обсязі кредитів [139], середнє відношення депозитів приватного сектора до ВВП, середня частка банків у фінансовому посередництві [192];

б) відносний ступінь монетизації ВВП [139];

в) достатність золотовалютних резервів країни [26].

Відносний ступінь монетизації ВВП пропонуємо розраховувати наступним чином (рівняння (2.16)):

$$FD_{ij} = Average_i \left(\frac{M_i^t / NGDP_i^t}{M_i^t / NGDP_i^t + M_j^t / NGDP_j^t} \right), \quad (2.16)$$

де, M – грошова пропозиція відповідної країни (i або j) у періоді t ;

$NGDP$ – номінальний ВВП відповідної країни (i або j) у періоді t .

Достатність рівня золотовалютних резервів країни доцільно оцінювати за рядом критеріїв (табл. 2.7).

У той же час, на нашу думку, країнам, що розвиваються, доцільно забезпечувати за рахунок золотовалютних резервів покриття не тримісячного, а шестимісячного обсягу імпорту. Такий підхід, зокрема, застосовується центральними банками Чилі та Польщі.

Оскільки прояв «балансових ефектів» залежить від валютної структури національного боргу, а також активів та зобов'язань економічних агентів, пропонуємо проводити оцінку зазначених критеріїв за допомогою наступних проксі-показників: частка валютних запозичень у структурі державного боргу,

величина відкритої валютної позиції банківського сектора, величина відкритої валютної позиції нефінансового сектора.

Таблиця 2.7

Основні критеріїв достатності рівня золотовалютних резервів країни

№ з/п	Назва критерію	Порядок розрахунку	Нормативне значення
1.	Коефіцієнт покриття імпорту	Співставлення золотовалютних резервів з місячним обсягом імпорту країни	3 місяці
2.	Коефіцієнт покриття середніх/максимальних інтервенцій	Співставлення золотовалютних резервів з середнім/максимальним обсягом інтервенцій за 1 день	Відсутнє
3.	Коефіцієнт Грінспена	Відношення золотовалютних резервів до обсягу короткострокового державного боргу, включаючи гарантії уряду	Не менше 100 %
4.	Критерій Гвідотті	Відношення золотовалютних резервів до обсягу платежів за державним боргом за рік без урахування нових зовнішніх запозичень	Не менше 100 %
5.	Критерій Редді	Відношення золотовалютних резервів до суми трьохмісячного обсягу імпорту країни плюс річних виплат за приватним та державним зовнішнім боргом	Не менше 100 %

Джерело: узагальнено на основі [205]

Емпіричне дослідження можливих шляхів спокутування «первородного гріха» [206] показали, що розмір економіки показує значний вплив на здатність цих країн позичити за кордоном у національній валюті. В рамках традиційної теорії портфеля вплив зростання розміру економіки може бути пояснено зростанням диверсифікованості портфельів інвесторів. Таким чином, країни, що розвиваються, можуть сприяти макроекономічній стабілізації шляхом валютної інтеграції.

Як показник відносного розміру економік двох країн, пропонуємо використовувати середнє значення відношення (2.17) та логарифму відношення (2.18) реальних ВВП для країн i та j :

$$SIZE_{ij} = Average_t \left(\frac{RGDP_i^t}{RGDP_j^t} \right), \quad (2.17)$$



$$SIZE_{ij} = Average_t \left(\ln \frac{RGDP_i^t}{RGDP_j^t} \right). \quad (2.18)$$

На нашу думку, успішність процесу регіональної валютної інтеграції напряму залежить від зниження рівня доларизації економік країн-претендентів, що, відповідно, також вимагає усунення її причин.

Для визначення рівня доларизації економіки можна використовувати низку показників: відношення суми депозитів в іноземній валюті до загальної суми депозитів, відношення суми кредитів в іноземній валюті до сукупного обсягу наданих кредитів, відношення суми банківських депозитів в іноземній валюті до агрегату широких грошей, відношення зовнішнього боргу до ВВП країни, частка боргу приватного сектору у сукупному зовнішньому боргу країни та інші.

Втрата доходу від сеньйоражу досить часто розглядається у науковій літературі як один з основних недоліків регіональної валютної інтеграції. Відповідно, постає питання емпіричного обрахунку масштабів таких втрат.

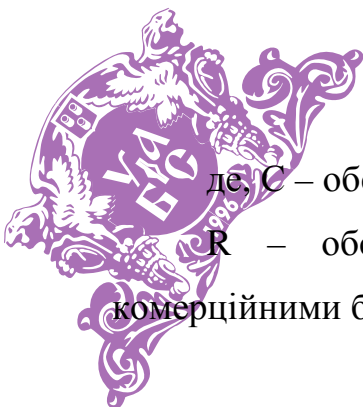
Д. Грос та Г. Вендайл [207] пропонують виділяти два основних підходи до визначення сеньйоражу: 1) підхід, заснований на визначенні грошових потоків; 2) підхід, що передбачає розгляд грошей як державних облігацій з нульовим купоном.

За першим підходом дохід від сеньйоражу визначається зміною готівкових грошей в обігу і зміною обсягу обов'язкових резервів, які повинні бути депоновані комерційними банками на коррахунках в центральному банку (рівняння (2.19)):

$$S_{cf} = \frac{\Delta C}{GDP} + \frac{\Delta R}{GDP} - i_r \times \frac{R}{GDP}, \quad (2.19)$$

де, C – обсяг готівкових грошей в обігу;

R – обсяг обов'язкових резервів, які повинні бути депоновані комерційними банками на коррахунках в центральному банку;



i_r – процентна ставка за обов'язковими резервами.

Концепція грошового потоку показує, як емісійне фінансування має бути збільшено, щоб уникнути збільшення державного боргу.

Рівняння (2.20) формалізує розгляд грошей як державних облігацій з нульовим купоном:

$$S_{zb} = i \times \frac{C}{GDP} + (i - i_r) \times \frac{R}{GDP}, \quad (2.20)$$

де, i – процентна ставка за державним боргом.

Перша частина рівняння являє собою економію на процентних платежах уряду, оскільки фактично він емітує облігації з нульовою процентною ставкою. Враховуючи, що процентна ставка за державним боргом завжди вища, ніж ставка за обов'язковими резервами, другий член рівняння (2.20) буде приймати додатні значення, а відповідно – збільшувати доход від сеньйоражу незалежно від динаміки обсягу обов'язкових резервів.

В обох рівняннях дохід від сеньйоражу залежить від резервних вимог. Виходячи з цього, можна стверджувати, що при утворенні валютного союзу доцільно враховувати не лише кореляцію темпів інфляції та процентних ставок, але й наближення значень коефіцієнту резервних вимог. Так, країни, які до вступу у валютний союз отримували суттєвий дохід шляхом призначення високої ставки обов'язкового резервування, не сплачуючи або сплачуючи низькі проценти за такими резервами, можуть понести чималі втрати доходу у зв'язку із зменшенням резервних вимог.

Щодо ретроспективної динаміки рівня інфляції країн, що розвиваються, необхідно зазначити, що, на нашу думку, її доцільно досить обережно використовувати для коректного прогнозування майбутніх інфляційних тенденцій.

Важливим моментом емпіричних досліджень динаміки обмінного курсу є вибір даних про його величину. Зокрема, використання обмінного курсу на



кінець року для аналізу його волатильності стосовно країн, що розвиваються, є некоректним, а тому доцільно використовувати статистику щодо середньорічних обмінних курсів.

Виходячи з визначеної вище шостої особливості функціонування країн, що розвиваються, у процесі дослідження економічної доцільності регіональної валютної інтеграції кількісну оцінку критеріїв ОВЗ доцільно доповнити якісним аналізом наявності політичної волі, схожості політичних мотивів, торгівельної та монетарної політики країн-претендентів до вступу у валютний союз.

Таким чином, перелік показників (табл. 2.6), що використовуються з метою оцінки економічної доцільності регіональної валютної інтеграції, доцільно доповнити показниками, що враховують особливості функціонування економік країн, що розвиваються (табл. 2.8).

Таблиця 2.8

Критерії та проксі-показники оцінки економічної доцільності регіональної валютної інтеграції країн, що розвиваються

Критерій оптимальності	Проксі-показники
Рівень розвитку фінансового сектора	Рівень розвитку банківського сектора: середня частка кредитів приватному сектору у загальному обсязі кредитів, середнє відношення депозитів приватного сектора до ВВП, середня частка банків у фінансовому посередництві. Відносний ступінь монетизації ВВП (2.16); Достатність золотовалютних резервів країни (табл. 2.7).
Відносного розміру економік двох країн	Середнє значення відношення (2.17) та логарифму відношення (2.18) реальних ВВП для країн i та j .
Рівня доларизації економіки	Відношення суми депозитів в іноземній валюті до загальної суми депозитів, відношення суми кредитів в іноземній валюті до сукупного обсягу наданих кредитів, відношення суми банківських депозитів в іноземній валюті до агрегату широких грошей, відношення зовнішнього боргу до ВВП країни, частка боргу приватного сектора у сукупному зовнішньому боргу країни.
Втрата доходу від сеньйоражу	Підхід, заснований на визначенні грошових потоків (2.19). Підхід, що передбачає розгляд грошей як державних облігацій з нульовим купоном. Коефіцієнт резервних вимог.
Політична інтеграція	Наявність політичної волі, схожість політичних мотивів, подібність торгівельної та монетарної політик країн.



У цілому, враховуючи суттєву нестабільність протікання економічних процесів в країнах що розвиваються, а також відсутність достатньо глибокої ретроспективи статистичних економічних даних, на нашу думку використання описових підходів до оцінки економічної доцільності регіональної валютної інтеграції є більш доцільним, ніж застосування складних економетричних методів.

Таким чином, у роботі уточнено класифікацію та надано розгорнуту характеристику методів оцінки доцільності регіональної валютної інтеграції шляхом виділення традиційних та нетрадиційних, формалізованих та неформалізованих методів аналізу номінальної, реальної та структурної конвергенції.

На основі дослідження існуючих підходів до кількісної оцінки критеріїв ОВЗ, запропоновано систему проксі-показників, що дозволяє здійснити комплексну оцінку економічної доцільності регіональної валютної інтеграції.

У роботі узагальнено та охарактеризовано основні особливості функціонування економік країн, що розвиваються, які значно впливають на процеси регіональної інтеграції, а саме: «балансових ефекти», ефект «первородного гріха», ефект значної доларизації економіки, ефект високого рівня інфляції, ефект значної волатильності обмінного курсу, ефект деформації ендогенності критеріїв ОВЗ.

Розглянуті особливості, дозволили розробити систему проксі-показників, що дозволяє здійснити комплексну оцінку економічної доцільності регіональної валютної інтеграції, враховуючи специфіку функціонування економік країн, що розвиваються.

Обґрунтовано, що для оцінки економічної доцільності регіональної валютної інтеграції країн, що розвиваються, більш доцільним є використання описових підходів ніж застосування складних економетричних методів.

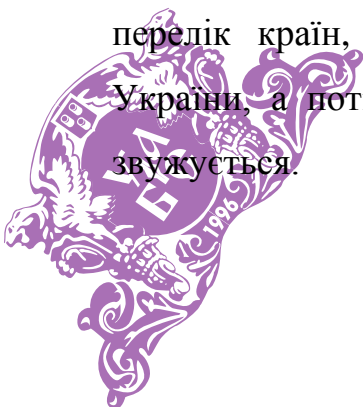


2.3 Оцінка економічної доцільності валютної інтеграції України з країнами СНД

Враховуючи результати досліджень наукових підходів до оцінки економічної доцільності вступу держави до регіонального валютного об'єднання, які наведені у попередньому підрозділі роботи, нами розроблено комплексний науково-методичний підхід до визначення пріоритетів розвитку валютного регулювання. Даний підхід ґрунтується на оцінці потенційних напрямків регіональної валютної інтеграції держави та передбачає реалізацію наступних етапів: 1) визначення альтернативних напрямків регіональної валютної інтеграції; 2) формування набору показників та оцінку доцільності регіональної валютної інтеграції; 3) обґрунтування напрямків розвитку валютного регулювання (рис. 2.3).

Реалізація *першого етапу* запропонованого підходу передбачає вирішення двох взаємопов'язаних завдань: визначення ймовірних напрямків валютної інтеграції та обґрунтування переліку країн-потенційних учасників інтеграційного утворення. Перше завдання вирішується на основі загального аналізу економічних та політичних передумов інтеграції. За його результатами визначено два основні напрямки економічної інтеграції України: Європейський Союз та Співдружність Незалежних Держав.

Для оцінки обґрунтування переліку країн-потенційних учасників інтеграційного утворення (друге завдання першого етапу) необхідно визначити перелік країн, які можуть вважатись основними торговими партнерами України, а потім за допомогою формально-логічного аналізу даний перелік звужується.



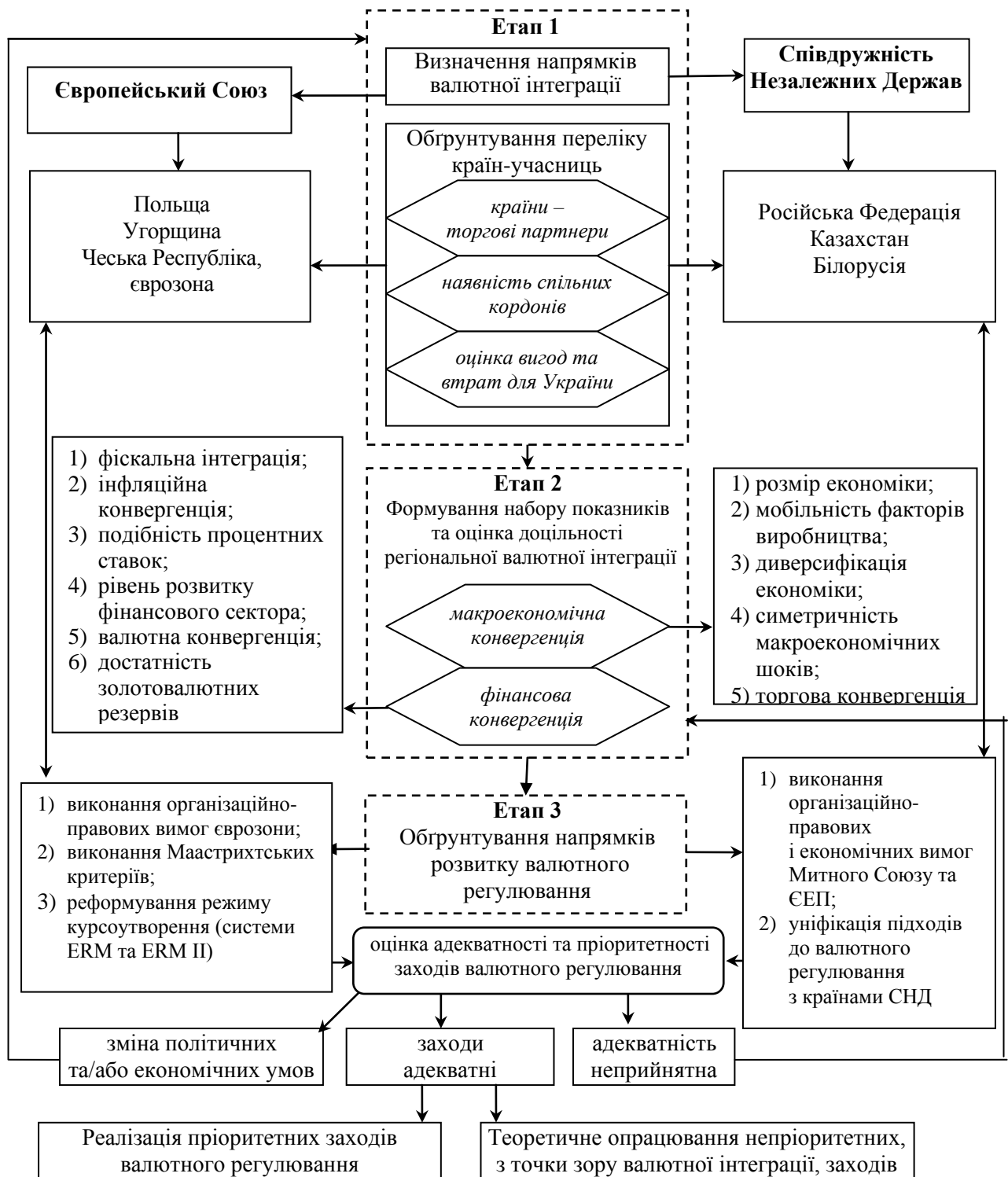


Рис. 2.3 Структурно-логічна схема визначення пріоритетів розвитку валютного регулювання на основі оцінки напрямків регіональної валютної інтеграції

Джерело: власна розробка.

У відповідності до методичних положень розрахунку індексу реального ефективного обмінного курсу, наведених на сайті Національного банку України

[208], до основних торгових партнерів України відносяться ті країни, частка яких у загальному зовнішньоторговельному обороті перевищує 1%. Таким чином, з поміж країн СНД до основних торгових партнерів України відносяться: Російська Федерація, Казахстан, Білорусія та Молдова. Далі проведемо формально-логічний аналіз соціально-економічного розвитку країн СНД, які є основними торговими партнерами України. У таблиці 2.9 наведено частку ВВП країн СНД (розраховану на основі показників ВВП у фіксованих цінах 2005 року, наведених у доларах США) у загальному ВВП Співдружності Незалежних Держав, а також частку населення країн СНД у сукупному населенні Співдружності Незалежних Держав. Крім того, зазначено темпи росту обсягу ВВП та кількості населення з 1990 до 2010 року включно.

За результатами аналізу показників наведених у таблиці 2.9 можна зробити висновок, що країни СНД - основні торгові партнери України мають достатньо нерівномірну динаміку соціально-економічного розвитку та характеризуються істотними відмінностями у розмірі національних економік.

Таблиця 2.9

Відносні показники соціально-економічного розвитку країн СНД, %

Країна	1990 рік		2010 рік		Темп росту 2010/1990	
	Частка населення	Частка ВВП	Частка населення	Частка ВВП	ВВП	Населення
Арменія	1,26	0,36	1,11	0,49	145	87
Азербайджан	2,57	1,07	3,29	2,34	236	127
Білорусія	3,65	2,13	3,44	3,54	180	94
Грузія*	1,94	1,07	1,56	0,68	69	80
Казахстан	5,88	4,50	5,75	6,35	153	97
Киргизстан	1,56	0,27	1,91	0,25	99	121
<i>Молдова</i>	<i>1,55</i>	<i>0,55</i>	<i>1,28</i>	<i>0,29</i>	<i>57</i>	<i>82</i>
Росія	52,73	75,68	51,25	74,83	107	96
Таджикистан	1,89	0,34	2,47	0,26	83	130
Туркменістан	1,30	0,77	1,81	1,68	237	137
Україна	18,37	12,30	16,29	7,50	66	88
Узбекистан	7,30	0,95	9,84	1,79	203	134
Всього по СНД	100,00	100,00	100,00	100,00	108	99

* у серпні 2009 року вийшла із СНД

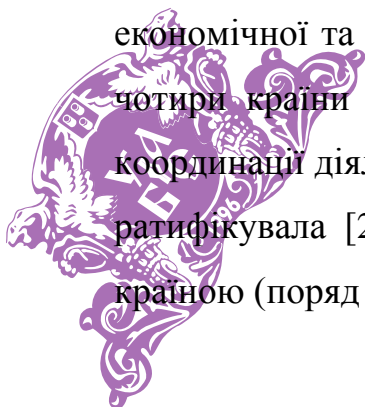
Джерело: власні розрахунки на основі даних статистичного департаменту ООН [225]

Так беззаперечним лідером за обсягом ВВП є Російська Федерація: частка даного показника у структурі ВВП СНД протягом 1990-2010 років практично не змінилась і становила біля 76%. Друге місце за величиною національної економіки займає Україна, однак відносна величина її економіки протягом останніх 20 років зменшилась на третину. Третє та четверте місце займають економіки Казахстану та Білорусії відповідно. Потрібно зазначити, що протягом періоду аналізу реальний ВВП даних країн зростає темпами значно більшими, ніж у середньому за СНД. За обсягом ВВП, економіка Молдови займає 9-ту позицію з поміж проаналізованих 12 країн-членів СНД. Причому реальний ВВП даної країни характеризується найвищою динамікою падіння.

За відносною чисельністю населення спостерігається подібна ситуація. Однак, населення розподілено більш рівномірно ніж ВВП, а Молдова за даним показником займає передостанню позицію. Дослідження динаміки чисельності населення засвідчують зменшення даного показника в Україні та її основних торгових партнерах. Найбільші темпи падіння спостерігались у Молдові.

Враховуючи наведені вище результати аналізу соціально-економічного розвитку країн СНД, вважаємо за доцільне виключити Молдову з переліку країн-потенційних учасників валютної інтеграції. Наш висновок обумовлюється дуже малим обсягом внутрішнього ринку даної країни, а також негативними тенденціями соціально-економічного розвитку протягом 1990-2010 років. Крім того, дана країна характеризується істотним рівнем політичної нестабільності та може бути втягнута у збройний конфлікт.

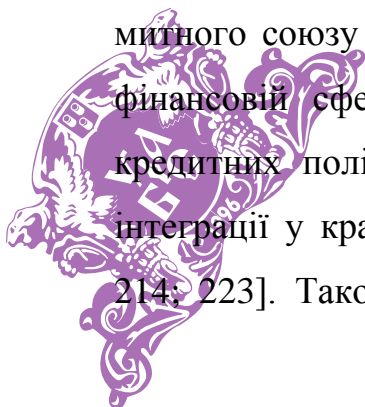
Таким чином, ми пропонуємо проводити оцінку економічної доцільності валютної інтеграції України з Російською Федерацією, Казахстаном та Білорусією. Зазначені країни уже здійснили певні практичні кроки до економічної та валютної інтеграції: 1) Росія, Казахстан, Білорусія (а також ще чотири країни СНД) беруть участь у реалізації концепції співробітництва і координації діяльності у валютній сфері [86, 85]; 2) 30 липня 2012 року Україна ратифікувала [222] Договір про зону вільної торгівлі [221], ставши третьою країною (поряд з Росією та Білорусією) яка здійснила дану процедуру.



Зазначимо, що Україна, Росія, Казахстан та Білорусія уже розглядалися науковцями СНД [184; 210] та Європи [209] з точки зору оцінки доцільності формування економічного інтеграційного утворення. Також активно обговорюється у науковій літературі проблема формування валютного союзу Росії та Білорусії [37; 224]. Ми пропонуємо власний спосіб вирішення даного завдання на основі врахування критеріїв обґрунтованих у попередньому підрозділі роботи.

Другий етап запропонованого підходу (рис. 2.3) передбачає формування набору показників оцінки доцільності регіональної валютної інтеграції. Дане завдання вирішувалось шляхом узагальнення критеріїв, розроблених у межах теорії оптимальних валютних зон, а також врахування обґрунтованих автором особливостей протікання процесів валютної інтеграції у країнах, що розвиваються. До основних особливостей, які суттєво впливають на процеси регіональної інтеграції у даних країнах, віднесено: значну доларизацію, високий рівень інфляції, істотну волатильність обмінних курсів, деформацію ендогенності критеріїв ОВЗ та “балансові ефекти”. Вважаємо за доцільне, враховуючи спрямованість дисертаційної роботи, усі критерії поділити на макроекономічні та фінансові.

Оскільки мета дисертації полягає у вивченні теоретичних основ та науково-методичних підходів до розвитку валютного регулювання в Україні у контексті регіональної валютної інтеграції, більш детально нами розглядатимуться фінансові критерії. Доцільність першочергового вивчення фінансових аспектів економічної інтеграції країн СНД підтверджується висновками наведеними у роботі професора Г. Шагалова [37]. Він зазначає, що спроби просунути інтеграцію на основі створення зони вільної торгівлі та митного союзу не дадуть ефекту без розвитку співробітництва у валютній та фінансовій сфері, а також поступового розгортання координації грошово-кредитних політик. Подібні висновки щодо важливості валютно-фінансової інтеграції у країнах СНД також наводяться у роботах інших науковців [211; 214; 223]. Також даним питанням присвячені матеріали круглого столу, що



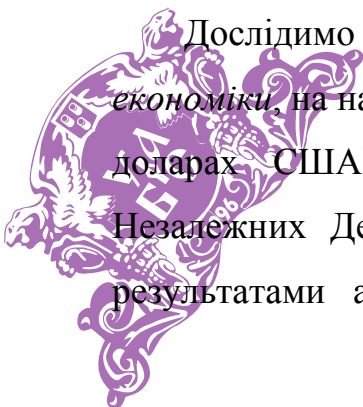
відбувався у Інституті міжнародних економічних і політичних досліджень Російської Академії Наук [215 - 217].

До макроекономічних критеріїв ми відносимо: розмір та диверсифікацію економіки, мобільність факторів виробництва, симетричність макроекономічних шоків та торгівлю конвергенцію (обсяги та структура зовнішньої торгівлі). До фінансових критеріїв включено: фіскальну інтеграцію, інфляційну конвергенцію, подібність процентних ставок, достатність золотовалютних резервів, розвиток фінансового сектору та валютну конвергенцію (поширення валютних операцій та порівняльний аналіз динаміки валютних курсів). Як зазначалось у попередньому розділі роботи, кожен із наведених вище критеріїв може оцінюватись за допомогою різних (часто альтернативних) показників. При визначенні конкретного набору показників, що використовуватимуться для оцінки економічної доцільності валютної інтеграції України з наведеними вище країнами СНД, ми враховуватиме три ключові критерії: 1) доступність даних для розрахунків; 2) перехідний характер досліджуваних економік; 3) уникнення дублювання інформації.

Третій етап розробленого наукового підходу передбачає визначення напрямків розвитку валютного регулювання у двох основних площинах: реформування організаційно-правових засад системи валютного регулювання та удосконалення режиму курсоутворення.

Таким чином, ми розглянули в цілому логіку застосування запропонованого комплексного науково-методичного підходу. Далі більш детально розглянемо практичні аспекти реалізації другого етапу даного підходу на прикладі оцінки доцільності валютної інтеграції України з визначеними вище країнами СНД.

Дослідимо спочатку **макроекономічні критерії**. Відносний розмір економіки, на нашу думку, досить повно характеризує частка реального ВВП (у доларах США) у структурі загального реального ВВП Співдружності Незалежних Держав (табл. 2.9). Даний показник проаналізовано вище. За результатами аналізу можна зробити висновок, що економіка Російської

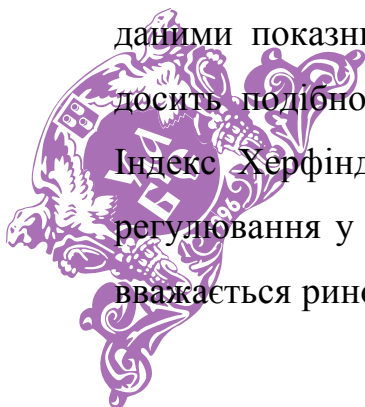


Федерації у 10 разів більша за економіку України, майже у 12 разів – за економіку Казахстану та у 20 разів – за економіку Білорусії.

Як зазначалось у попередньому підрозділі даного дослідження, більшість переваг оптимальної валютної зони обумовлюються позитивним впливом збільшення обсягів внутрішніх товарних та фінансових ринків, а також зниженням транзакційних витрат пов'язаних із зовнішньоекономічною діяльністю. Враховуючи зазначене, логічним видається припущення що відносно більші вигоди від валютної інтеграції (при інших рівних умовах) отримає країна із меншою економікою. Однак, David G Mayes та Vesa Korhonen не настільки однозначні у своїх висновках [209]. Вони вказують на те що, економіка Росії набагато більша ніж економіки трьох інших потенційних членів валютного союзу разом узяті. Крім того, Білорусія та Україна є енергетично залежними від Росії, а Казахстан залежний з точки зору економіко-географічного розташування. Таким чином, дослідники приходять до висновку, що переваги менших країн від формування валютного союзу у значній мірі визначатимуться політичною волею, а також економічною і міжнародною політикою Російської Федерації.

Диверсифікацію економіки пропонуємо оцінити за допомогою індексу Херфіндаля (формула 2.1) розрахованого для показника доданої вартості за видами економічної діяльності. Використовуючи дані статистичного комітету ООН [225], нами розраховано середній показник (за останні три доступні періоди: 2008-2010 рр.) часток доданої вартості у розрізі семи видів економічної діяльності (таблиця 2.10).

Як видно з таблиці 2.10, найбільш диверсифікованою за даним показником виявилась економіка Казахстану, а найменше – Білорусії. Однак, різниця між даними показниками є не дуже істотною. Крім того, структура економік є досить подібною: переважають добувна галузь та промислове виробництво. Індекс Херфіндаля активно використовується у практиці антимонопольного регулювання у економічно розвинених країнах світу. Високомонополізованим вважається ринок, на якому значення даного індексу перевищує 1800. З іншого,



боку його максимальне значення (при умові 100% концентрації показника за одним критерієм) може становити 10000%. Таким чином, враховуючи незначну кількість видів діяльності, що враховувались у процесі аналізу, економіки досліджуваних країн СНД можна охарактеризувати як достатньо диверсифіковані.

Таблиця 2.10

Додана вартість за видами економічної діяльності найбільших країн СНД, %

Країна		Сільське господарство, мисливство, риболовля, лісне господарство	Добувна галузь, комунальне господар.	Промисл. Виробництво	Будівництво	Оптова та роздрібна торгівля, ресторанний і готельний бізнес	Транспорт та комунікації	Інші види діяльності	Значення індексу Херфіндаля
Білорусія	середня частка	9,2	32,5	30,9	11,5	12,6	10,5	23,7	
	квадрат частки	84,9	1058,8	952,7	131,9	158,6	110,4	559,6	3057,0
Казахстан	середня частка	5,4	32,6	11,6	8,1	13,7	11,3	28,9	
	квадрат частки	29,1	1062,9	135,1	65,5	186,5	128,1	836,9	2444,2
Росія	середня частка	4,4	29,4	16,2	6,1	19,9	9,5	30,7	
	квадрат частки	19,2	866,3	261,2	36,8	395,6	90,8	942,7	2612,5
Україна	середня частка	7,7	26,8	17,5	3,0	15,9	11,2	35,3	
	квадрат частки	59,7	718,9	305,0	9,3	253,3	126,0	1244,4	2716,6

Джерело: власні розрахунки на основі даних статичного комітету ООН [225]

Далі проаналізуємо *мобільність факторів виробництва*. Як відомо, основними факторами виробництва є робоча сила та капітал. Проаналізуємо мобільність праці у досліджуваних країнах на основі кореляційної матриці рівнів безробіття (табл. 2.11). Дослідження проводилось на основі доступних у статистичній базі МВФ [226] квартальних даних щодо рівня безробіття: з 4-го кварталу 2002 року до 3-го кварталу 2011 року.



Таблиця 2.11

Кореляційна матриця рівнів безробіття України, Російської Федерації, Казахстану та Білорусії

Країна	Білорусія	Казахстан	Росія	Україна
Білорусія	1	0,87	0,53	0,53
Казахстан		1	0,47	0,27
Росія			1	0,81
Україна				1

Джерело: власні розрахунки на основі даних МВФ [226]

За результатами аналізу можна зазначити, що між рівнями безробіття досліджуваних країн існує досить сильний зв'язок. Враховуючи, що дані аналізувались за 36 періодів, статистично значимими на рівні 0,05 є усі коефіцієнти кореляції крім показника зв'язку рівнів безробіття Казахстану та України. Останнє можна пояснити географічною віддаленістю даних країн та істотною орієнтацією трудової міграції в Україні на європейські країни та Росію (що підтверджується високим рівнем відповідного коефіцієнту кореляції).

Міжнародна мобільність капіталу у досліджуваних країнах вивчалась за допомогою критерію Фельдштайна-Харіоки (формула 2.14). Дослідження проводилось на основі доступних у статистичній базі МВФ [226] даних щодо інвестицій, заощаджень та ВВП. Дані показники досліджувались за 1997-2010 роки. Для Росії не вдалось визначити показники заощаджень, як наслідок дана країна виключена з аналізу. У таблиці 2.12 наведено одно факторні регресійні рівняння, що характеризують взаємозв'язок між заощадженнями та інвестиціями.

Таблиця 2.12

Взаємозв'язок заощаджень та інвестицій України, Казахстану та Білорусії

Країна	Рівняння регресії	Значимість (R^2)
Білорусія	$(I/Y)=0,42(S/Y)+0,14$	0,45
Казахстан	$(I/Y)=1,14(S/Y)-0,02$	0,86
Україна	$(I/Y)=0,35(S/Y)+0,16$	0,36

Джерело: власні розрахунки на основі даних МВФ [226]



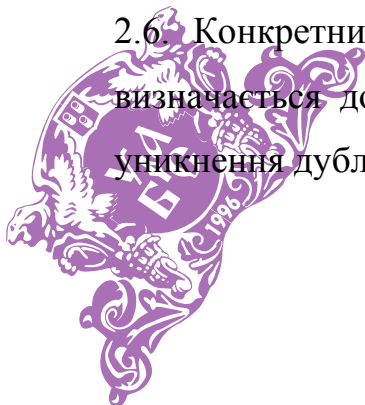
За результатами аналізу можна зробити висновок, що найменшою мобільністю капіталу характеризується Казахстан, а найбільшою – Україна.

Наступним дослідимо критерій «симетричність макроекономічних шоків» на основі аналізу різниці стандартних відхилень логарифмів темпів приросту реального ВВП (формула 2.2). Для розрахунку показників наведених у таблиці 2.13 нами використовувались дані щодо темпів приросту реального ВВП за 2002-2011 роки.

Проаналізувавши дані наведені у таблиці 2.13 можемо зробити висновок, що найменша різниця між показниками волатильності динаміки реального ВВП спостерігається у Казахстані та Білорусії. Середній рівень відхилень характерний для економіки Росії. Найбільші відмінності у волатильності динаміки реального ВВП спостерігаються для економіки України у порівнянні із всіма іншими країнами, що аналізувались. Даний результат спричинений високим рівнем волатильності динаміки реального ВВП в Україні, який більше ніж у 2 рази перевищує відповідні показники Казахстану та Білорусії, а також в 1,5 рази перевищує показник Росії.

Для оцінки динаміки конвергенції нами розраховано стандартні відхилення темпів приросту реального ВВП за 2002-2011 роки (період часу t) та за 2001-2010 роки (період часу $t-1$), а також розраховано різницю між ними (табл. 2.13). За результатами розрахунків встановлено, що волатильність динаміки реального ВВП протягом останнього періоду зменшувалась за усіма країнами, крім Росії.

Останнім макроекономічним критерієм, що досліджуватимуться нами є *торгова конвергенція*. Пропонуємо досліджувати даний критерій за допомогою окремих показників торгової відкритості та інтеграції, що наведені у таблиці 2.6. Конкретний набір показників, що використовуватимуться для аналізу, визначається доступністю інформацією для їх розрахунку та вимогою щодо уникнення дублювання використовуваних для аналізу даних.



Показники симетричності макроекономічних шоків України, Російської Федерації, Казахстану та Білорусії у 2002-2011 рр.

Країна	різниця стандартних відхилень темпів приросту реального ВВП				оцінка динаміки конвергенції		
	Білорусія	Казахстан	Росія	Україна	стандартне відхилення, (σ_{t-1})	стандартне відхилення, (σ_t)	$\sigma_{t-1} - \sigma_t$
Білорусія	0,000	0,208	1,349	3,770	3,194	3,154	0,040
Казахстан		0,000	1,557	3,977	3,369	2,947	0,422
Росія			0,000	2,420	4,500	4,504	-0,003
Україна				0,000	7,070	6,924	0,146

Джерело: власні розрахунки на основі даних МВФ [226] та Статичного комітету СНД [227]

Для аналізу торгової інтеграції між досліджуваними країнами використаємо показник подібний до запропонованого Дж. А. Франкельом (формула 2.6). Для цього проаналізуємо питому вагу країн СНД та інших країн світу в загальному обсязі експорту окремих держав СНД (табл. 2.14).

У даній таблиці наведено частку експорту досліджуваних країн, що припадає на інші країни СНД. Зазначимо, що ВВП країн, які є об'єктом аналізу, у сукупності становить понад 90% ВВП СНД. Як наслідок, можна зробити припущення що переважний обсяг торгівлі у межах СНД здійснюється саме між досліджуваними країнами.

Найбільшу середню питому вагу торгівлі з країнами СНД мала Білорусія (49%), а найменшу Росія – 15%. Порівняно незначна частка експорту Росії у країни СНД пояснюється великими масштабами даної економіки та значними обсягами експорту енергоносіїв, що перевищують ємкість внутрішніх ринків досліджуваних країн. Потрібно зазначити, що протягом періоду аналізу у більшості країн частка внутрішньо групового експорту істотно не змінювалась. Виключенням є економіка Казахстану, яка поступово переорієнтовується з експорту у країни співдружності на експорт у інші країни світу: середнє зменшення даного показника склало 10%, що спричинило зменшення питомої ваги експорту у країни співдружності з 27 до 17%. Однак, незважаючи на дані

тенденції, можна зробити висновок щодо істотної торгової інтеграції між досліджуваними країнами.

Таблиця 2.14

Питома вага країн СНД та інших країн світу в загальному обсязі експорту окремих держав СНД, %

Показник	Роки						Середнє
	2000	2005	2008	2009	2010	2011	
Білорусія							
країни СНД	60	44	44	44	54	48	49
Тр		73	100	100	123	89	97
Інші країни	40	56	56	56	46	52	50
Казахстан							
країни СНД	27	15	16	16	15	14	17
Тр		56	107	100	94	93	90
Інші країни	73	85	84	84	85	86	83
Росія							
країни СНД	13	14	15	15	15	15	15
Тр		108	107	100	100	100	103
Інші країни	87	86	85	85	85	85	86
Україна							
країни СНД	31	31	36	34	36	38	34
Тр		100	116	94	106	106	104
Інші країни	69	69	64	66	64	62	66
Всього СНД							
країни СНД	19	17	18	19	19	19	19
Тр		89	106	106	100	100	100
Інші країни	81	83	82	81	81	81	82

Джерело: сформовано за даними Статичного комітету СНД [227]

Торгову відкритість аналізованих країн СНД проаналізуємо на сонові обсягу експорту та імпорту за звітній період наведеного у відсотках до реального ВВП (табл. 2.15). Для розрахунку використовувались показники реального ВВП у доларах США у фіксованих цінах 2005 року. Враховуючи рік фіксації цін, можливі статичні неточності щодо оцінки відносного зростання рівня відкритості досліджуваних економік у 2010 році у порівнянні з 2000 роком. Однак, нас, перш за все, цікавить відносний рівень відкритості



досліджуваних країн у порівнянні із середніми показниками по даній групі країн.

Таблиця 2.15

Торгова відкритість країн СНД, % реального ВВП

	2000				2010			
	Всього	відхилення від середнього	Країни СНД	відхилення від середнього	Всього	відхилення від середнього	Країни СНД	відхилення від середнього
Експорт								
Білорусія	0,35	0,091	0,21	0,115	0,59	-0,005	0,32	0,141
Казахстан	0,25	-0,004	0,07	-0,027	0,78	0,190	0,12	-0,060
Росія	0,18	-0,075	0,02	-0,070	0,44	-0,156	0,07	-0,111
Україна	0,25	-0,011	0,08	-0,018	0,57	-0,028	0,21	0,030
середнє	0,26		0,09		0,60		0,18	
Імпорт								
Білорусія	0,41	0,198	0,29	0,158	0,81	0,279	0,48	0,228
Казахстан	0,14	-0,068	0,08	-0,052	0,41	-0,130	0,19	-0,056
Росія	0,06	-0,153	0,02	-0,110	0,25	-0,283	0,04	-0,216
Україна	0,24	0,023	0,14	0,005	0,67	0,134	0,29	0,044
середнє	0,21		0,13		0,54		0,25	

Джерело: сформовано за даними Статичного комітету СНД [227] та Статичного комітету ООН [225]

Дослідивши показники наведені у таблиці 2.15 можна зробити висновок, що усі країни-потенційні учасники валютного союзу є відкритими економіками, які у значній мірі залежать від операцій на міжнародних товарних ринках. Причому якщо у Білорусії та Україні переважає імпорт, то у Казахстані та Росії – експорт. Дані показники обумовлюються енергетичною залежністю економік України та Білорусії від імпортованого російського газу.

За результатами 2010 року, можна зробити висновок щодо найбільшої відкритості за експортом економіки Казахстану, а за імпортом економіки Білорусії. Найменшою відносною відкритістю характеризувалась економіка Росії, що обумовлюється доволі значним за обсягом та порівняно диверсифікованим внутрішнім ринком.

Далі проведемо оцінку економічної доцільності валютної інтеграції України з Російською Федерацією, Казахстаном та Білорусією на основі аналізу

визначених *фінансових критеріїв*. Зазначимо, що у даному підрозділі роботи нами буде проведена лише загальна оцінка даних факторів. Більш глибоке їх вивчення, поряд із відповідними рекомендаціями щодо розвитку вітчизняної системи валютного регулювання, буде здійснене у третьому розділі дослідження.

Спочатку проаналізуємо *фіскальну конвергенцію*. Для оцінки даного критерію дослідимо дефіцит бюджету, наведений у відсотках від ВВП (табл. 2.16). Зазначимо, що при розрахунку показників даної таблиці нами використовувався реальний ВВП у доларах США [225], а дефіцит бюджету у доларовому еквіваленті визначався за допомогою використання офіційних обмінних курсів національних валют до долара США за звітний період [225].

Таблиця 2.16

Дефіцит (профіцит) держбюджету України, Російської Федерації, Казахстану та Білорусії у 2007-2011 рр.

Рік	Білорусія		Казахстан		Росія		Україна	
	сума, млн. дол. США	відносно ВВП	сума, млн. дол. США	відносно ВВП	сума, млн. дол. США	відносно ВВП	сума, млн. дол. США	відносно ВВП
2007	196	0,54%	-1 757	-2,56%	77 814	8,68%	-1 525	-1,53%
2008	862	2,17%	-2 770	-3,91%	81 100	8,59%	-3 913	-3,83%
2009	-342	-0,86%	-3 340	-4,65%	-77 292	-8,88%	4 783	5,49%
2010	-1 411	-3,29%	-3 578	-4,66%	-52 197	-5,77%	-8 149	-8,98%
2011	1 102	-	-3 879	-	28 923	-	-2 898	-
середнє		-0,36%		-3,94%		-0,65%		-2,21%

Джерело: сформовано за даними Статичного комітету СНД [227] та Статичного комітету ООН [225].

Відповідно до Маастрихтських критеріїв дефіцит держбюджету не повинен перевищувати 3% від ВВП. Однак, нами використовувався реальний (а не номінальний) ВВП, тому розраховані нами показники можуть виявитись дещо завищеними у порівнянні з офіційними даними щодо відносної величини дефіциту (профіциту) держбюджету. Однак, проаналізовані показники дефіциту держбюджету Білорусії та Казахстану практично відповідають Маастрихтському критерію. З іншої сторони, Росія та Україна протягом більшості періодів допускали величину дефіциту бюджету, яка у 2-3 перевищує

встановлене обмеження. Розраховані середні значення вказують на те, що протягом 2007-2010 років досліджувані країни переважно мали дефіцит (а не профіцит) бюджету, що в основному обумовлюється наслідками світової фінансової кризи 2008 року.

Далі проаналізуємо *інфляційну конвергенцію* країн СНД (табл. 2.17). Для аналізу даного критерію дослідимо два показники: різницю стандартних відхилень логарифмів темпів приросту індексу споживчих цін (далі ІСЦ) та кореляцію темпів приросту даного показника. Потрібно зазначити, що у відповідності до наявної у базах даних МВФ інформації, для аналізу використовувалися темпи приросту ІСЦ до попереднього року, а не більш поширений показник цінової динаміки: ІСЦ грудень до грудня попереднього року. Зазначені показники розраховані за період з 2002-2011 року

Таблиця 2.17

Показники інфляційної конвергенції України, Російської Федерації, Казахстану та Білорусії у 2001-2011 рр.

Країна	різниця стандартних відхилень логарифмів темпів приросту індексу споживчих цін				кореляція темпів приросту індексу споживчих цін			
	Білорусія	Казахстан	Росія	Україна	Білорусія	Казахстан	Росія	Україна
Білорусія	0,000	0,384	0,431	0,219	1	-0,24	0,58	-0,43
Казахстан		0,000	0,047	0,604		1	0,01	0,65
Росія			0,000	0,650			1	-0,18
Україна				0,000				1

Джерело: власні розрахунки на основі даних МВФ [226]

За результатами аналізу даних, наведених у таблиці 2.17, можемо зробити висновок, що найбільше відрізнялась волатильність досліджуваного показника для економіки України у порівнянні із Казахстаном та Росією. Дані результати обумовлені набагато вищою мінливістю інфляційних процесів в Україні: стандартне відхилення темпів приросту індексу споживчих цін у нашій державі у 3,6 рази перевищує відповідний показник Росії та у 3,05 рази Казахстану. З іншого боку, мінливість інфляційних процесів у Білорусії є також високою, що

обумовило незначну величину стандартного відхилення ІСЦ між Білорусією та Україною. Таким чином, істотною волатильністю цінової динаміки характеризуються економіки України та Білорусії, а більш стабільна ситуація у Росії та Казахстані.

Аналіз кореляції інфляційної динаміки дає інші результати: найбільш подібними є інфляційні тенденції у Білорусії та Росії, а також в Україні та Казахстані. Показники кореляції ІСЦ для зазначених груп країн є статистично значимими з ймовірністю 0,95%.

Аналогічні підходи нами використано для дослідження *подібності динаміки процентних ставок* (табл. 2.18 та табл. 2.19). Об'єктом аналізу були ставки рефінансування центральних банків, які вважаються ключовими індикаторами вартості ресурсів на національних грошових ринках.

Таблиця 2.18

Показники конвергенції ставок рефінансування України, Російської Федерації, Казахстану та Білорусії у 2002-2011 рр.

Країна	різниця стандартних відхилень логарифмів ставок рефінансування				оцінка динаміки конвергенції		
	Білорусія	Казахстан	Росія	Україна	стандартне відхилення, (σ_{t-1})	стандартне відхилення, (σ_t)	$\sigma_{t-1} - \sigma_t$
Білорусія	0,000	0,383	0,249	0,384	0,558	0,547	0,011
Казахстан		0,000	0,134	0,001	0,165	0,164	0,001
Росія			0,000	0,135	0,345	0,298	0,048
Україна				0,000	0,191	0,163	0,028

Джерело: власні розрахунки на основі даних МВФ [226]

Результати аналізу дають підстави для висновку, що між Україною, Росією та Казахстаном не існує істотних відмінностей у волатильності ставок рефінансування (табл. 2.18). З іншого боку, грошовий ринок Білорусії характеризується високою мінливістю досліджуваної ставки, яка у 2-3 рази перевищує волатильність ставок у інших країнах. Також нами оцінювалась динаміка конвергенції на сонові порівняльного аналізу стандартних відхилень на послідовних часових інтервалах. За результатами аналізу зроблено висновок

щодо зменшення протягом 2011 року волатильності ставок у досліджуваних країнах.

Аналіз кореляції ставок за 2001-2011 рр. (табл. 2.19) засвідчив, що єдиний статистично значимий зв'язок спостерігається між ставками рефінансування Білорусії та Росії. Середня сила зв'язку між ставками в Україні та Казахстані, а також між ставками в Україні та Росії.

Таблиця 2.19

Кореляційна матриця ставок рефінансування України, Російської Федерації, Казахстану та Білорусії у 2001-2011 рр.

Країна	Білорусія	Казахстан	Росія	Україна
Білорусія	1	-0,22	0,62	0,02
Казахстан		1	0,07	0,40
Росія			1	0,30
Україна				1

Джерело: власні розрахунки на основі даних МВФ [226]

Валютну конвергенцію проаналізуємо на основі дослідження волатильності та кореляції курсів національних валют до долара США (табл. 2.20) та вивчення поширення валютних операцій у національних економіках (табл. 2.21).

За результатами аналізу можемо зробити висновок, що найбільша волатильність курсів притаманна економіці Білорусії, що обумовило істотну величину стандартних відхилень логарифмів темпів росту валютного курсу (табл. 2.20).

Таблиця 2.20

Показники конвергенції офіційних валютних курсів України, Російської Федерації, Казахстану та Білорусії у 2002-2011 рр.

Країна	різниця стандартних відхилень логарифмів темпів росту курсів національних валют до долара США				кореляція темпів росту курсів національних валют до долара США			
	Білорусія	Казахстан	Росія	Україна	Білорусія	Казахстан	Росія	Україна
Білорусія	0,000	0,086	0,073	0,043	1	0,39	0,34	0,14
Казахстан		0,000	0,013	0,043		1	0,97	0,89
Росія			0,000	0,030			1	0,89
Україна				0,000				1

Джерело: власні розрахунки на основі даних МВФ [226]

Досить низькою та подібною волатильністю курсів характеризуються валютні ринки Казахстану та Росії. Дані держави, а також Україна мають високу взаємну кореляцію курсової динаміки національних валют відносно долара США за період з 2002 р. по 2011 р. Таким чином, лише динаміка курсу білоруського рубля практично не пов'язана із динамікою національних валют країн-потенційних партнерів по валютному союзу. На нашу думку, даний аспект пов'язаний із жорстким державним впливом на курсоутворення у даній країні, а також із валютною кризою яка спостерігалась у Білорусії в 2011 році.

Таблиця 2.21

Показники залежності ресурсної бази банків від нерезидентів України, Російської Федерації, Казахстану та Білорусії у 2001-2011 рр.

Показники	2001	2007	2008	2009	2010	2011	середнє за 2001-2011 рр.	Тр 2011/2001
Білорусія, млрд. білорус. руб.								
Зобов'язання банків перед нерезидентами	297	5335	6765	10156	17200	49983	8838	16819%
Агрегат МЗ	2610	24506	30961	38107	50260	111195	27874	4260%
Відношення суми зобов'язань перед нерезидентами до агрегату МЗ	11%	22%	22%	27%	34%	45%	21%	395%
Казахстан, млн. тенге								
Зобов'язання банків перед нерезидентами	-	5450630	4636670	4120350	2646050	2281130	2471070	400%*
Агрегат МЗ	-	4629830	6266400	7487310	8482830	9751070	4998024	1003%*
Відношення суми зобов'язань перед нерезидентами до агрегату МЗ		118%	74%	55%	31%	23%	70%	40%*
Російська Федерація, млрд. руб.								
Зобов'язання банків перед нерезидентами	390	4136	5012	3931	4466	5320	2698	1364%
Агрегат МЗ	2138	14236	16277	19096	23791	28815	12166	1348%
Відношення суми зобов'язань перед нерезидентами до агрегату МЗ	18%	29%	31%	21%	19%	18%	22%	101%
Україна, млн. грн.								
Зобов'язання банків перед нерезидентами	3449	144491	283822	230461	197679	190276	106000	5517%
Агрегат МЗ	45755	396156	515727	487298	597872	685515	315379	1498%
Відношення суми зобов'язань перед нерезидентами до агрегату МЗ	8%	36%	55%	47%	33%	28%	25%	368%

*враховуючи відсутність даних для Казахстану темп росту розрахований за період з 2003 по 2011 рік

Джерело: власні розрахунки на основі даних МВФ [226]

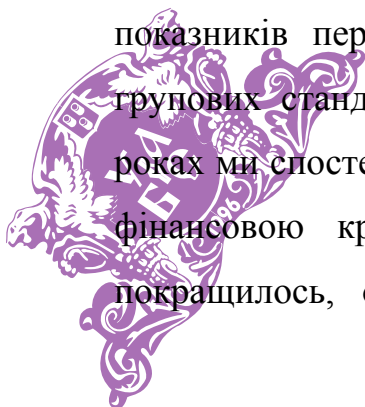


У таблиці 2.21 наведено дані, що дозволяють оцінити поширення валютних операцій у фінансовій системі відповідних країн. Дана оцінка проводилась на основі аналізу відношення суми зобов'язань банків перед нерезидентами до агрегату МЗ.

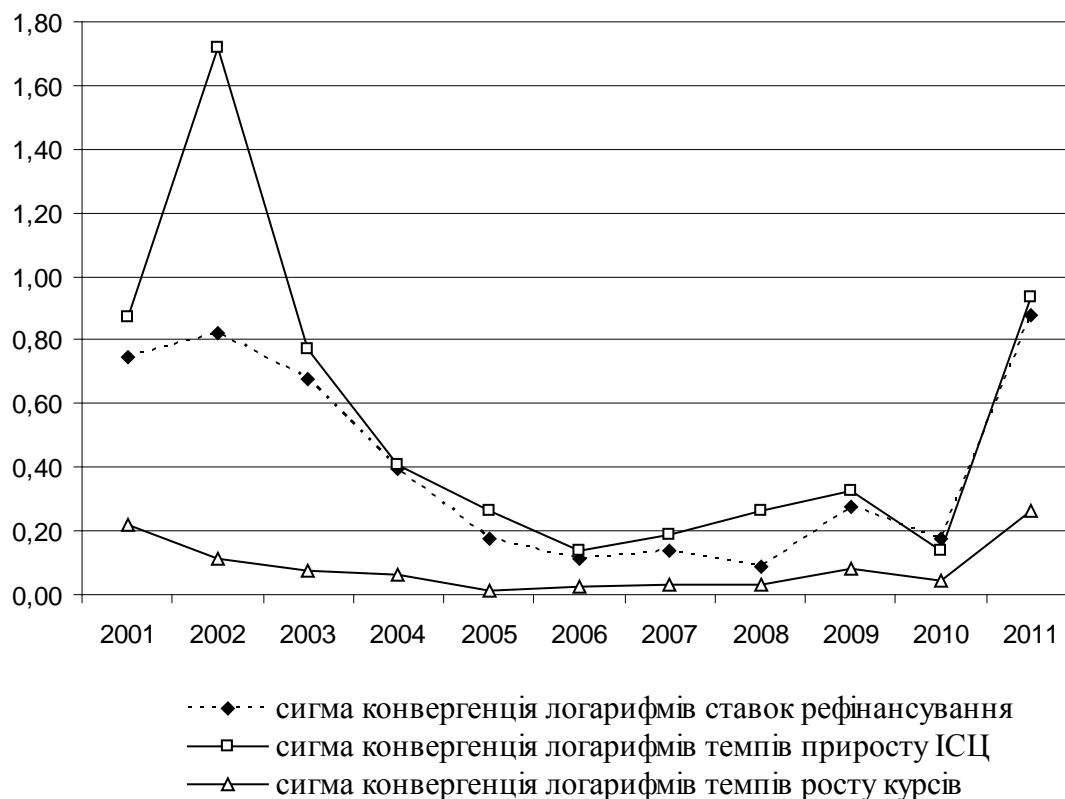
На даний момент, відносна величина зобов'язань залучених банками від нерезидентів, у досліджуваних країнах, є досить подібною і коливається у межах 18-45% від широкої грошової маси. Однак, динаміка цього показника протягом аналізованого періоду була різною: якщо у Білорусії він поступально зростає, то у Казахстані планомірно зменшувався. В Україні та Росії обсяг ресурсів залучених від нерезидентів зростає до 2008 року, в протягом посткризового періоду (2009-2011 рр.) даний показник зменшувався. Таким чином, можна зробити висновок щодо подібності рівня поширення валютних операцій у більшості країн, що досліджувались, та наявності тенденції щодо зниження даного показника. Певне виключення становить, Білорусія у економіці якої значення фінансових ресурсів нерезидентів зростає.

Як зазначалось у попередньому підрозділі роботи, інша концепція оцінки критеріїв конвергенції на основі стандартних відхилень передбачає дослідження «сигма конвергенції» (формула 2.3). Завершимо аналіз ставок, інфляції та курсів оцінкою їх сигма конвергенції (рисунок 2.3).

Для оцінки валютної сигма конвергенції нами розраховано стандартні відхилення логарифмів темпів росту курсів національних валют до долара США за групою досліджуваних країн (Україна, Росія, Казахстан та Білорусія) за 2001-2011 рр. Подібний підхід також використовувався для оцінки сигма конвергенції споживчої інфляції та ставок рефінансування. За результатами аналізу можна зробити висновок, що сигма конвергенція досліджуваних показників переважно зростала (зменшувалось у часі абсолютне значення групових стандартних відхилень) протягом 2001-2006 років. У 2008 -2009 роках ми спостерігаємо зниження сигма конвергенції, що обумовлено світовою фінансовою кризою. За результатами 2010 значення даного показника покращилось, однак за підсумками 2011 року спостерігалось різке його



погіршення, що обумовлено різким розбалансування показників фінансового сектору Білорусії на фоні прийнятної волатильності ставок, курсів та інфляції у інших країнах.



Джерело: власні розрахунки на основі даних МВФ [226]

Рис. 2.4 Оцінка сигма конвергенції ставок, інфляції та курсів України, Російської Федерації, Казахстану та Білорусії у 2001-2011 рр.

Далі, на основі даних Світового банку [228], проведемо порівняльний аналіз показників розвитку фінансового сектору (табл. 2.22). Для забезпечення можливості зіставлення, усі показники наведено у відсотках від ВВП.

Проаналізувавши відносну величину активів банків (без кредитів Уряду) та банківських кредитів наданих резидентам, можемо зробити висновок щодо найбільшої ваги банківської системи України у структурі національної економіки (досліджувані види активів банків становлять у середньому близько 70% ВВП). Росія та Білорусія характеризуються майже однаковою відотною величиною банківської системи, яка у 1,5-2 рази менше української. Відносна

величина активів банківської системи Казахстану є дещо більшою ніж у Росії та Білорусії, однак істотно поступається Україні.

Таблиця 2.22
Показники розвитку фінансового сектору України, Російської Федерації, Казахстану та Білорусії у 2007-2011 рр.

Показник	2007	2008	2009	2010	2011	середнє	Відносно відпов. показн. України
Білорусія							
Вимоги до секторів національної економіки (крім Уряду)	33	38	51	60	58	48	0,68
Внутрішні кредити, надані банківським сектором	27	33	34	45	34	35	0,45
Монетизація ВВП	25	24	28	31	41	30	0,55
Казахстан							
Вимоги до секторів національної економіки (крім Уряду)	62	53	55	45	41	51	0,72
Внутрішні кредити, надані банківським сектором	41	54	55	45	41	47	0,61
Монетизація ВВП	36	39	44	39	36	39	0,72
Російська Федерація							
Вимоги до секторів національної економіки (крім Уряду)	40	43	47	46	48	45	0,63
Внутрішні кредити, надані банківським сектором	24	24	34	38	40	32	0,42
Монетизація ВВП	43	39	49	53	53	47	0,88
Україна							
Вимоги до секторів національної економіки (крім Уряду)	62	80	81	69	62	71	-
Внутрішні кредити, надані банківським сектором	61	82	89	79	73	77	-
Монетизація ВВП	55	54	53	55	52	54	-

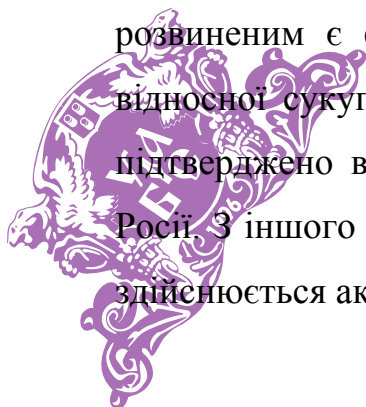
Джерело: власні розрахунки на основі даних Світового банку [228]

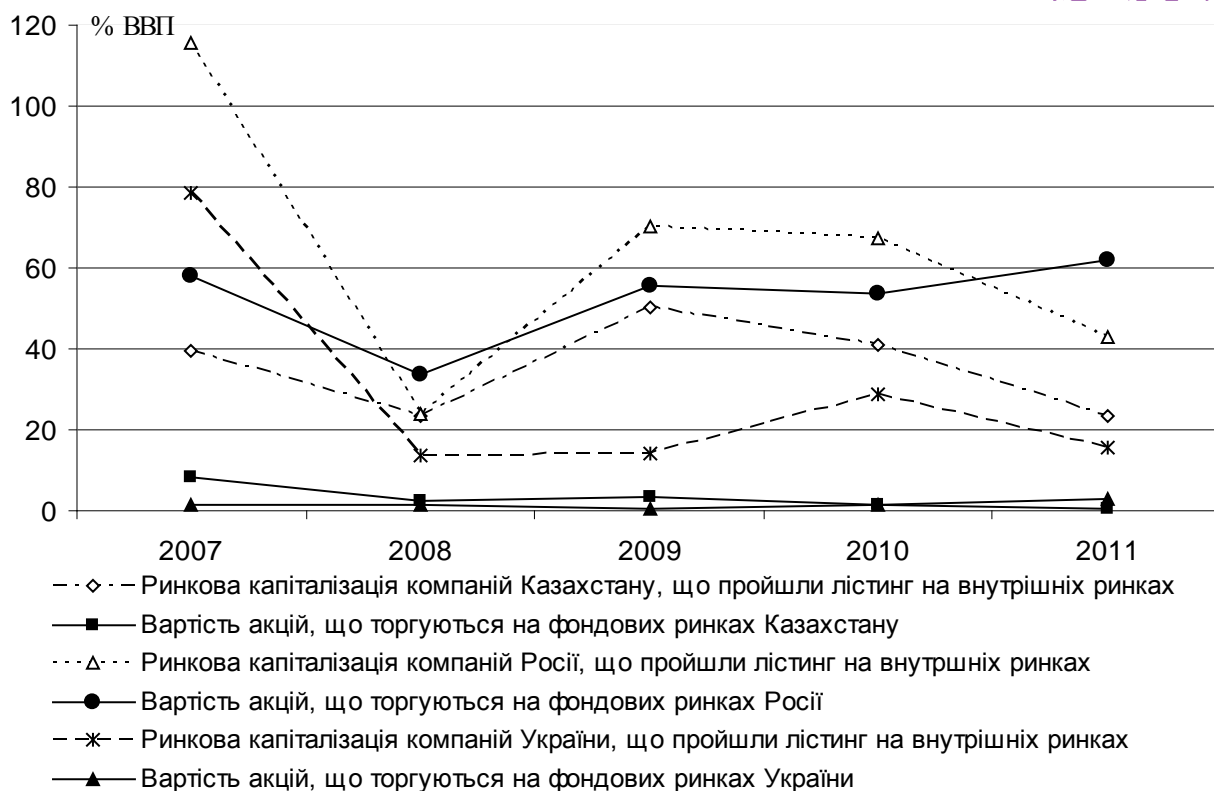
Також ми вивчали рівень монетизації ВВП, який визначався як відношення агрегату М2 до ВВП. Середні рівні монетизації протягом 2007-2011 років у досліджуваних країнах коливались у межах 30% - 54%. За результатами 2011 року найбільш монетизованою були економіки України та Росії, дещо меншим даний показник був у економіках Казахстану та Білорусії. Нами також розраховано показники співвідношення рівнів монетизації окремих країн та

України, який наведено у останньому стовпчику таблиці 2.22. Вони за своїм економічним змістом подібні до відносного ступеня монетизації ВВП (формула 2.16). Аналіз значень відносного ступеня монетизації ВВП підтверджує наведені вище висновки.

Зазначимо, що у монографічному дослідженні Т. Савченка [255, с. 235-239] обґрунтовано, що для економіки України рівноважне значення рівня монетизації становить приблизно 50-55%. На нашу думку, дане значення може використовуватись у якості орієнтиру для інших країн СНД, що досліджуються у даній роботі. Для країн з розвинутою ринковою економікою рівень рівноважний рівень монетизації є істотно вищим. Таким чином, монетизація економік України та Російської Федерації є близькою до оптимальних значень, що обумовлені рівнем їх економічного розвитку. Потрібно зазначити, що Україна вийшла на рівноважний рівень монетизації ще у 2007 році, а Російська Федерація – лише у 2010 році. З іншої сторони, економіки Казахстану та Білорусії є недостатньо монетизованими та характеризуються істотною волатильністю даного показника. У Казахстані протягом останніх років він має тенденцію до зменшення, а у Білорусії – до збільшення.

Аналіз розвитку банківської системи доцільно доповнити дослідженням показників національних фондових ринків (рис. 2.5). На даному рисунку не наведені показники Білорусії, що обумовлено відсутністю відповідних даних. За результатами аналізу ринкової капіталізації компаній, що пройшли лістинг на внутрішніх ринках відповідних країн можна зробити наступні висновки. По-перше, найбільшим за відносною величиною є фондовий ринок Росії: капіталізація компаній цінні папери яких котируються на даному ринку протягом посткризового періоду коливалась у межах 43%-70%. Найменш розвиненим є фондовий ринок України. По-друге, за результатами аналізу відносної сукупної вартості цінних паперів, що торгуються на даних ринках підтверджено висновок щодо порівняно високого розвитку фондового ринку Росії. З іншого боку, на фондових ринках Казахстану та України практично не здійснюється активна торгівля цінними паперами.



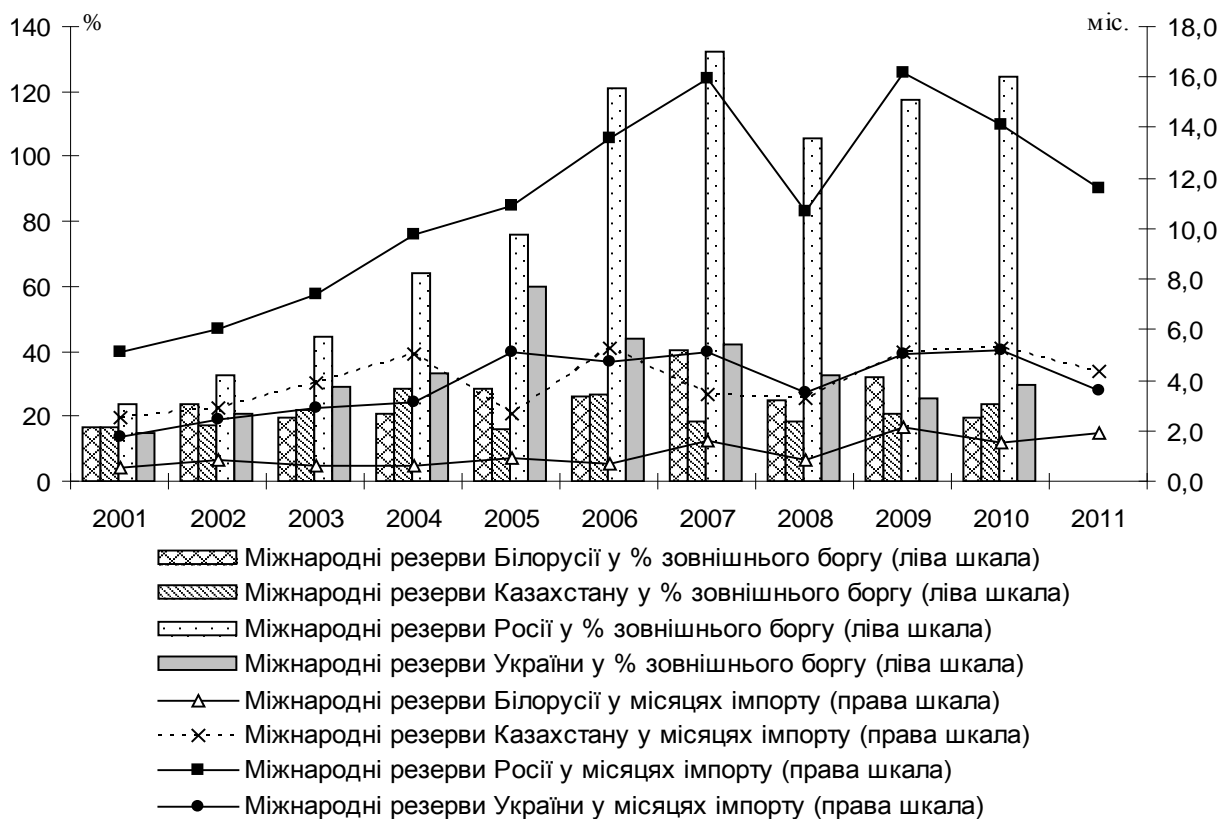


Джерело: побудовано на основі даних Світового банку [228]

Рис. 2.5 Показники розвитку фондових ринків України, Російської Федерації та Казахстану у 2007-2011 рр., % ВВП

Останній критерій передбачає аналіз *достатності золотовалютних резервів* (рис. 2.6). Підходи до оцінки достатності рівня золотовалютних резервів були детально розглянуті у таблиці 2.7. Зокрема, зазначена проблема підіймається у роботі угорського дослідника Левента Ковача (Levente Kovacs) [234]. Для вирішення даного завдання нами досліджено два відносні показники: міжнародні резерви у відсотках до зовнішнього боргу (ліва шкала) та міжнародні резерви у місяцях імпорту (права шкала). За результатами їх аналізу можна зробити висновок, що найбільший запас золотовалютних резервів має Росія. Міжнародні резерви Казахстану та України є достатніми, однак їх відносна величина не значно перевищує встановлену МВФ мінімальну величину. Резерви Білорусії є недостатніми і знаходились нижче рекомендованих значень протягом усього періоду аналізу.

Таким чином, нами проведено оцінку макроекономічних та фінансових показників доцільності валютної інтеграції України з найбільшими країнами СНД (Росія, Казахстан та Білорусія). В узагальненому вигляді результати аналізу наведено у таблиці 2.23.



Джерело: побудовано на основі даних Світового банку [228]

Рис. 2.6 Відносні показники достатності золотовалютних резервів України, Російської Федерації, Казахстану та Білорусії у 2001-2011 рр.

За результатами аналізу макроекономічних критеріїв, можна зазначити що найбільша невідповідність між досліджуваними країнами спостерігалась за критеріями симетричності макроекономічних шоків та мобільності капіталу. У розрізі країн можна зазначити, що валютній інтеграції сприяє макроекономічна ситуація у всіх країнах, крім Росії. Враховуючи істотно більший розмір економіки останньої, макроекономічні параметри даної країни досить сильно відрізняються від параметрів інших досліджуваних країн.



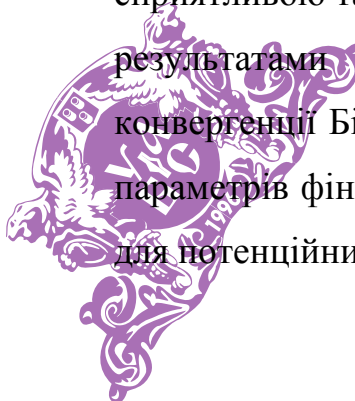
Таблиця 2.23

Оцінка доцільності валютної інтеграції України, Російської Федерації,
Казахстану та Білорусії

Критерій	Росія	Україна	Казахстан	Білорусія
Макроекономічні				
відносний розмір економіки	+/-	+	+	+
диверсифікація економіки	+	+	+	+/-
мобільність праці	+	+/-	+	+
мобільність капіталу	0	+	-	+/-
симетричність макроекономічних шоків	+/-	-	+	+
торгова інтеграція	+/-	+	+/-	+
торгова відкритість	+/-	+	+	+
<i>Позитивні оцінки макроекономічних критеріїв</i>	4	5,5	5,5	6
<i>Частка позитивних оцінок макроекономічних критеріїв, %</i>	57	79	79	86
Фінансові				
фіскальна інтеграція	+/-	+/-	+	+
інфляційна конвергенція	+	-	+	+
подібність процентних ставок	+	+	+	+/-
достатність золотовалютних резервів	+	+/-	+/-	-
відносна величина банківської системи	+/-	+	+/-	+/-
відносний ступінь монетизації ВВП	+	+	+/-	+/-
розвиток фондового ринку	+	-	+/-	0
аналіз динаміки валютного курсу	+	+	+	-
рівень поширення валютних операцій	+	+	+	+/-
<i>Позитивні оцінки фінансових критеріїв</i>	8	6	7	4
<i>Частка позитивних оцінок фінансових критеріїв %</i>	89	67	78	44
Усього позитивних оцінок	12	11,5	12,5	10
Частка позитивних оцінок, %	75	72	78	63

Знак «+» - повна конвергенція; знак «+/-» - часткова конвергенція; знак «-» - відсутність конвергенції; 0 – дані відсутні. Джерело: власні оцінки

За критеріями фінансової конвергенції найкраща ситуація спостерігається у фінансових секторах Росії та Казахстану (частка позитивних оцінок понад 80%). З іншого боку, динаміка окремих фінансових параметрів України є не сприятливою та може зменшувати потенційні вигоди від валютної інтеграції. За результатами аналізу частки позитивних оцінок фінансових критеріїв конвергенції Білорусії, можна зробити висновок, що істотна розбалансованість параметрів фінансового ринку даної країни може спричинити істотні проблеми для потенційних учасників валютного союзу.



Підсумовуючи аналіз можна зазначити, що не зважаючи на певну відмінність у досліджених макроекономічних та фінансових критеріях, все ж у підсумку переважають показники які свідчать про наявність макроекономічних та фінансових передумов для валютної інтеграції. Єдиним виключення є фінансові показники Білорусії: серед досліджених восьми фінансових критеріїв два виявились негативними два позитивними, а три – свідчать лише про часткову конвергенцію (для розрахунку одного показника відсутні дані). Таким чином, існує невизначеність щодо загальної відповідності Білорусії фінансовим критеріям конвергенції.

У якості попереднього висновку можна зазначити, що існує економічна доцільність валютної інтеграції України з Росією та Казахстаном (частка позитивних оцінок для Росії та Казахстану більша ніж для України), а також частково з Білорусією (частка позитивних оцінок для Білорусії менша ніж для України). Однак, остаточні висновки з даного питання будуть сформовані нами у третьому розділі дисертаційного дослідження на основі поглибленого вивчення фінансових аспектів інтеграції та аналізу перспектив розвитку валютного регулювання в Україні.

Висновки до розділу 2

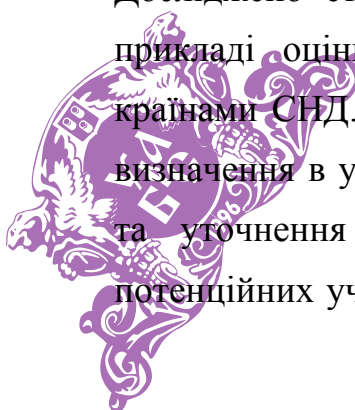
1. У роботі уточнено основні макроекономічні, мікроекономічні та викликані дією зовнішніх ефектів вигоди та втрати, що генерує для країни вступ до валютного союзу. До основних економічних вигод (переваг) від регіональної валютної інтеграції віднесено: 1) зростання макроекономічної стабільності; 2) підвищення мікроекономічної ефективності; 3) прояв позитивних зовнішніх ефектів. Отже, більшість переваг створення валютного союзу обумовлюються позитивним впливом збільшення обсягів внутрішніх товарних та фінансових ринків, а також частковим нівелюванням валютних ризиків. До основних економічних втрат (недоліків) від вступу країни до валютного союзу можна віднести: втрату незалежності у валютній та грошово-

кредитній політиках; зниження гнучкості реальних обмінних курсів; поглиблення диференціації рівня добробуту між країнами; організаційні складності здійснення операцій економічними агентами; прояв негативних зовнішніх ефектів пов'язаних з проблемами у проведенні скоординованої економічної політики. Розглянуті недоліки переважно здійснюватимуть довгостроковий вплив на економіки країни, що створили валютний союз. Крім того, існує ряд недоліків, пов'язаних із технічними аспектами переходу до єдиної валюти.

2. Встановлено, що в основу більшості досліджень процесів регіональної валютної інтеграції покладено ідею формування оптимальної валютної зони. Досліджено генезис критеріїв оптимальної валютної зони та проведено їх критичний аналіз, також вивчено вплив політичних та інституційних чинників на формування ОВЗ. Доведено, що теорія оптимальної валютної зони може служити конструктивною основою для формування науково-методичних підходів до оцінки економічної доцільності вступу держави до регіонального валютного угруповання.

3. За результатами дослідження, удосконалено класифікацію та надано розгорнуту характеристику методів оцінки доцільності регіональної валютної інтеграції шляхом виділення традиційних та нетрадиційних, формалізованих та неформалізованих методів аналізу номінальної, реальної та структурної конвергенції. На основі дослідження існуючих підходів до кількісної оцінки критеріїв ОВЗ, запропоновано систему показників, що дозволяє здійснити комплексну оцінку економічної доцільності регіональної валютної інтеграції.

4. З метою визначення стратегічних пріоритетів розвитку валютного регулювання розроблено комплексний науково-методичний підхід, який ґрунтується на оцінці напрямків регіональної валютної інтеграції держави. Досліджено етапи реалізації даного підходу та проведено їх апробацію на прикладі оцінки доцільності валютної інтеграції України з найбільшими країнами СНД. На першому етапі вирішуються два взаємопов'язані завдання: визначення в узагальненому вигляді актуальних напрямків валютної інтеграції та уточнення даних напрямків шляхом обґрунтування переліку країн-потенційних учасників інтеграційного утворення. Перше завдання вирішується

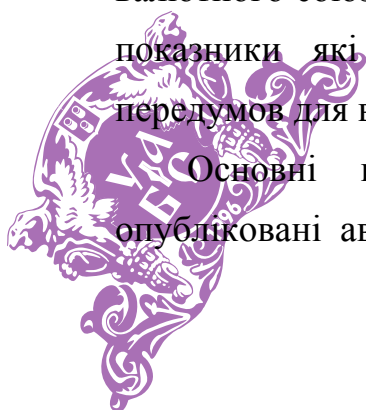


на основі загального аналізу економічних та політичних передумов інтеграції, друге – шляхом визначення переліку країн, які можуть вважатись основними торговими партнерами України та його подальшого звуження на основі застосування формально-логічного аналізу. Другий етап передбачає формування набору показників оцінки доцільності регіональної валютної інтеграції. Дане завдання вирішувалось шляхом узагальнення критеріїв розроблених у межах теорії оптимальних валютних зон, а також врахування обґрунтованих автором особливостей протікання процесів валютної інтеграції у країнах, що розвиваються. На третьому етапі відбувається визначення стратегічних напрямків розвитку валютного регулювання у двох площинах: реформування організаційно-правових аспектів та зміна режиму курсоутворення.

5. За результатами аналізу макроекономічних критеріїв, можна зазначити що найбільша невідповідність між досліджуваними країнами СНД спостерігалась за показниками симетричності макроекономічних шоків та мобільності капіталу. Зроблено висновок, що валютній інтеграції сприяє макроекономічна ситуація у всіх країнах, крім Росії. Макроекономічні параметри даної країни досить сильно відрізняються від показників інших досліджуваних країн внаслідок істотного переважання розміру економіки Російської Федерації над економіками країн-потенційних учасників валютного союзу.

6. За критеріями фінансової конвергенції найкраща ситуація спостерігається у фінансових секторах Росії та Казахстану (частка позитивних оцінок понад 80%). Аналіз фінансових критеріїв конвергенції Білорусії засвідчив, що істотна розбалансованість параметрів фінансового ринку даної країни може спричинити істотні проблеми для потенційних учасників валютного союзу. За результатами аналізу зроблено висновок, що переважають показники які свідчать про наявність макроекономічних та фінансових передумов для валютної інтеграції України з найбільшими країнами СНД.

Основні положення другого розділу дисертаційного дослідження опубліковані автором у роботах: [229, 230, 231, 232, 233].



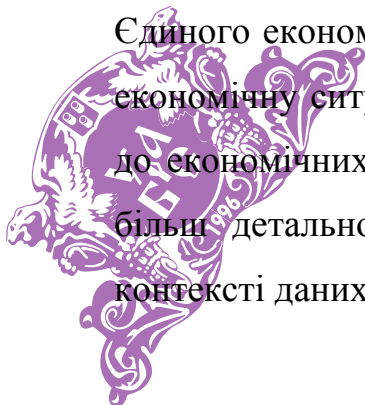
РОЗДІЛ 3.

НАПРЯМКИ УДОСКОНАЛЕННЯ ВАЛЮТНОГО РЕГУЛЮВАННЯ В УКРАЇНІ У КОНТЕКСТІ РЕГІОНАЛЬНОЇ ВАЛЮТНОЇ ІНТЕГРАЦІЇ

3.1 Розвиток валютного регулювання в аспекті валютної інтеграції України з країнами СНД

За результатами дослідження які наведено у підрозділі 2.3 дисертаційної роботи нами зроблено висновок щодо наявності макроекономічних та фінансових передумов для валютної інтеграції України з Росією та Казахстаном. Щодо доцільності інтеграції з Білорусією висновки неоднозначні: з одного боку дана країна характеризується найбільшою часткою позитивних оцінок макроекономічних критеріїв, а з іншого – істотними проблемами у фінансовому секторі економіки які суттєво знижують фінансову конвергенцію Білорусії з іншими найбільшими країнами СНД.

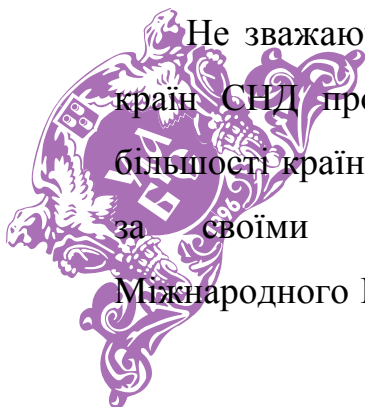
У другій половині 2012 року вище керівництво України проводило активні перемовини щодо вступу нашої держави до Митного Союзу членами якого є Росія, Білорусія та Казахстан. Як зазначалось у попередньому підрозділі дисертаційного дослідження, найбільші країни СНД уже здійснили певні практичні кроки для формування регіонального інтеграційного утворення: 1) реалізовується концепція співробітництва і координації діяльності у валютній сфері; 2) підписано договір про зону вільної торгівлі; 3) сформовано договірну базу та розпочато комплексні реформи у межах Митного Союзу та Єдиного економічного простору. Таким чином, враховуючи поточну політико-економічну ситуацію та зроблені у 2012 році кроки щодо приєднання України до економічних інтеграційних утворень у межах СНД, ми вважає за доцільне більш детально розглянути розвиток валютного регулювання в Україні у контексті даних процесів.



Спочатку проаналізуємо положення міждержавних угод країн СНД, які можуть істотно впливати на напрямки розвитку валютного регулювання в Україні. Формально валютна інтеграція між країнами СНД почалась майже відразу після розпаду СРСР: у вересні 1993 року дев'ятьма державами (зокрема Казахстаном, Білорусією та Росією) був підписаний Договір про створення Економічного союзу [235]. Відповідно до статті 4 даного документу передбачалась поступове поглиблення економічної інтеграції шляхом формування: зони вільної торгівлі; митного союзу; спільного ринку товарів, послуг, капіталів і робочої сили; валютного союзу. Також зазначалось, що для кожної із наведених вище форм інтеграції був визначений комплекс заходів, які повинні реалізовуватись у відповідності до окремих угод. Таким чином, передбачалась поетапна економічна інтеграція країн СНД у відповідності до форм, які обґрунтовані у науковій літературі та розглядалась нами у підрозділі 1.1 дослідження. Зазначимо, що Україна намагалась приєднатись до даного економічного союзу на правах асоційованого члена, підписавши окрему угоду [236], однак вона не набрала чинності.

Однак, фактично протягом 90-х років ХХ століття регіональна економічна інтеграція в країнах СНД лише послаблювалась, а положення Договору про створення Економічного союзу не були реалізовані. Відсутність успіхів у сфері економічної інтеграції між країнами СНД, протягом перших 10 років їх незалежності, у значній мірі обумовлювалась чинниками, що лежать у сфері валютно-фінансових відносин: істотний рівень нестабільності курсів валют; доларизація економік, істотний вплив «чорного» валютного ринку в окремих країнах; введення валютних обмежень, фінансова криза 1998 року, зокрема дефолт Росії і т.д.

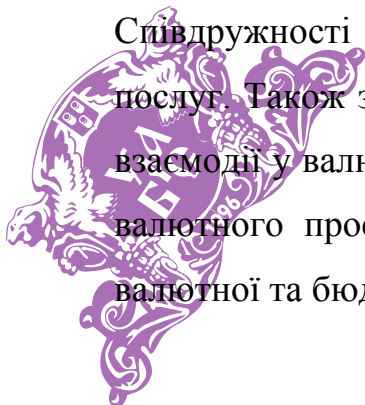
Не зважаючи на відсутність практичних кроків щодо валютної інтеграції країн СНД протягом 90-х років ХХ століття, протягом даного періоду у більшості країн-членів СНД були сформовані національні валютні системи, які за своїми ключовими характеристиками відповідають стандартам Міжнародного Валютного Фонду. Дану тезу підтверджує факт того, що дев'ять



держав-учасниць СНД (зокрема Білорусь, Казахстан, Російська Федерація, та Україна) приєдналися до статті VIII Угоди Міжнародного валютного фонду [237]. Дана стаття визначає ключові обов'язки, які приймає на себе кожна держава-член МВФ, зокрема: уникати обмежень за поточними платежами; уникати дискримінаційної валютної практики; забезпечувати конвертованість залишків національної валюти, які зберігаються у інших державах-членах МВФ; надавати МВФ статистичну звітність за визначеними показниками; проводити консультації щодо міждержавних угод у валютній сфері; а також співробітничати у сфері політики стосовно резервних активів. Таким чином, завершення формування національних валютних систем, стабілізація макроекономічних параметрів та зростання обсягів взаємної торгівлі сприяли формуванню нових умов для посилення у ХХІ столітті співробітництва країн СНД у валютній сфері.

Першим документом, який зафіксував прагнення даних країн до валютної інтеграції в нових умовах, стала Концепція співробітництва та координації діяльності держав-учасниць СНД у валютній сфері, яка була затверджена Рішенням Ради голів урядів СНД 15 вересня 2004 року (далі Концепція) [86]. Даний документ підписали шість країн: Вірменія, Білорусія, Казахстан, Киргизія, Молдавія, Росія і Таджикистан.

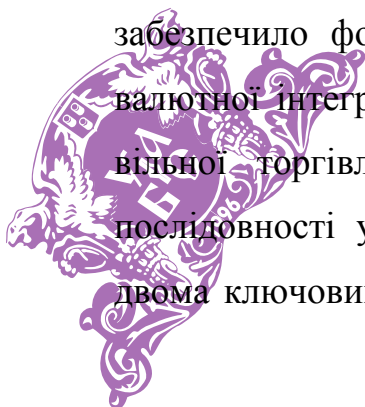
До основних цілей, визначених Концепцією можна віднести: досягнення повної конвертованості національних валют; введення регулярних котирувань курсів національних валют на валютних біржах держав Співдружності; координація заходів у сфері політики валютного курсу; створення надійної та ефективної системи грошових переказів громадян держав Співдружності; надання господарюючим суб'єктам і фінансовим установам держав Співдружності взаємного режиму найбільшого сприяння у сфері фінансових послуг. Також зазначається, що перспективною стратегічною ціллю посилення взаємодії у валютній сфері буде створення зацікавленими державами спільного валютного простору на основі координації економічної, грошово-кредитної, валютної та бюджетної політик.



Також у даному документі зазначається, що механізм реалізації заходів щодо координації політики держав-учасниць СНД у валютній сфері повинен ґрунтуватись на постійних тісних контактах між представниками центральних банків та міністерств фінансів, які домовляються про розвиток співпраці за інформаційним, організаційним та нормативно-правовим напрямками. Наведені вище заходи у Концепції розглядаються у розрізі трьох етапів узгодження валютної політики: I етап (2004-2006 рр.); II етап (2006-2010 рр.) та III етап (2010-2017 рр.). Враховуючи, що процеси економічної та валютної інтеграції є діалектично взаємопов'язаними дослідимо наведені вище етапи узгодження валютної політики (далі етапи валютної інтеграції) у взаємозв'язку зі стадіями міждержавної економічної інтеграції (табл. 3.1).

Дане дослідження дасть можливість зрозуміти внутрішню логіку процесу економічної інтеграції країн СНД, оцінити відповідність даного процесу теоретичним основам регіональної інтеграції, а також провести аналіз рівня інтеграції України з іншими країнами Співдружності.

Як зазначалось у підрозділі 1.1 дисертації, у економічній літературі традиційно виділяють наступні ключові стадії міжнародної економічної інтеграції: зона вільної торгівлі; митний союз; спільний ринок; економічний та валютний союзи. Зазначені стадії наведені у порядку збільшення інтегрованості економік держав та передбачають поступальну їх реалізацію. Як видно із таблиці 3.1, у країнах Співдружності Незалежних Держав процес економічної інтеграції характеризується відсутністю чіткої хронологічної послідовності у відповідності до теоретично обґрунтованих стадій інтеграції. Наприклад, митний союз був юридично оформлений та почав фактично працювати раніше ніж зона вільної торгівлі; а Євразійське економічне співтовариство, яке забезпечило формування організаційно-правової основи для економічної та валютної інтеграції у межах спільного ринку, було створене задовго до зони вільної торгівлі та митного союзу. На нашу думку, відсутність чіткої послідовності у процесах економічної інтеграції країн СНД обумовлюється двома ключовими чинниками: 1) фінансовими та економічними кризами 1998



та 2008 років; 2) наявністю у керівництва Російської Федерації політичної волі та відповідних політико-економічних інструментів для активізації інтеграційних процесів у ключових для економіки даної країни напрямках.

Таблиця 3.1

Стадії економічної та етапи валютної інтеграції країн СНД

№ з/п	Стадії економічн. інтеграції	Хронологія основних подій	Країни-учасниці (станом на 31.12.2012 р.)	Етапи валютної інтеграції
1	зона вільної торгівлі	Договір підписано у жовтні 2011 р., ратифікація протягом 2012 р.	Вірменія, Білорусія, Казахстан, Молдавія, Росія, Україна.	Формування економічних передумов для лібералізації валютного регулювання у країнах-учасниках, відповідно до <i>другого етапу</i> Концепції співробітництва у валютній сфері [86].
2	митний союз	Почав функціонувати з липня 2010 р., після введення у дію Митного кодексу; у 2011 р. скасовано митний контроль між країнами-учасницями.	Росія, Казахстан, Білорусія.	Завершення <i>другого етапу</i> Концепції та формування достатніх умов для початку реалізації заходів у межах <i>третього етапу</i> Концепції [86]: лібералізація валютних відносин відповідно до Угоди про основні принципи політики у сфері валютного регулювання [85], спрощення переміщення ФО готівкової валюти через митний кордон митного союзу [238].
3	спільний ринок	У жовтні 2000 р створене Євразійське економічне співтовариство (ЄврАзЕС).	Білорусія, Казахстан, Росія, Киргизія, Таджикистан.	Формування організаційно-правових засад економічної та валютної інтеграції. Зокрема, підписана угода про співробітництво у сфері організації інтегрованого валютного ринку держав-членів ЄврАзЕС [239].
		Єдиний економічний простір: базові документи підписані протягом 2010-2011 рр., почав функціонувати з 2012 року.	Білорусія, Казахстан, Росія.	Реалізація заходів передбачених <i>третьім етапом</i> Концепції [86]: узгодження макроекономічної, зокрема валютної, політики; реалізація принципу вільного переміщення фінансового капіталу через кордони країн-учасниць; подальше поглиблення співпраці у сфері валютного регулювання.
4	економічний та валютний союз	До 2015 року планується створити Євразійський економічний союз.	Білорусія, Казахстан, Росія.	Завершення реалізації заходів передбачених <i>третьім етапом</i> Концепції [86]: кінцева ціль полягає у повній інтеграції у валютній сфері з введенням єдиної валюти.

Джерело: сформовано автором

Перша стадія економічної інтеграції передбачає формування зони вільної торгівлі. Це єдина стадія інтеграційного процесу до якої, станом на кінець 2012

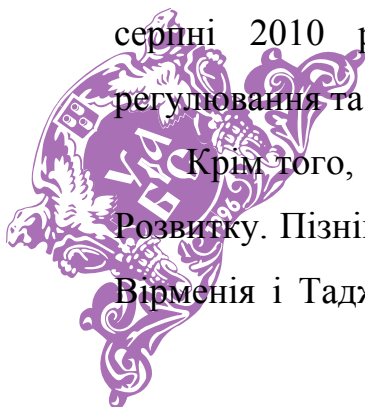
року, долучилась Україна. Сама по собі зона вільної торгівлі не передбачає істотних кроків у сфері валютної інтеграції, однак створює необхідні економічні передумови для реалізації практичних заходів щодо валютної інтеграції, які передбачені другим етапом Концепції [86].

Станом на кінець 2012 року до *другої стадії* економічної інтеграції, зміст якої полягає у формуванні митного союзу, перейшли лише три країни: Росія, Казахстан та Білорусія. Домовленість про створення Митного союзу була досягнута у 2009 році, а фактично дане утворення почало повноцінно функціонувати з 2011 року.

Таким чином, були сформовані достатні умови для завершення другого та переходу до третього етапу валютної інтеграції. Зазначимо, що одними із ключових завдань передбачених другим етапом валютної інтеграції є оформлення узгодженої валютної політики, переважно спрямованої на лібералізацію валютних відносин, у вигляді міждержавного документа; а також формування міждержавних організацій, що займатимуться питаннями узгодження валютної політики держав-учасниць СНД.

Перше завдання було вирішено шляхом підписання у 2011 році Угоди про основні принципи політики у сфері валютного регулювання та валютного контролю у державах-учасниках СНД [85]. Дана Угода переважно спрямована на лібералізацію валютного регулювання держав-учасниць СНД з метою інтенсифікації економічних зв'язків між ними. Завдання формування міждержавних організацій, які матимуть повноваження щодо регулювання валютних відносин, частково вирішено шляхом формування Євразійської економічної комісії. Однією зі сфер діяльності даної організації є реформування валютного регулювання [240]. У межах Євразійської економічної комісії у серпні 2010 року сформована експертна група з напрямку «Валютне регулювання та валютний контроль»

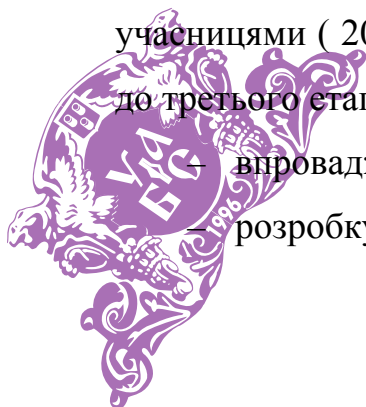
Крім того, у 2006 році Росією та Казахстаном створено Євразійський банк Розвитку. Пізніше повноправними учасниками даного банку стали: у 2009 році Вірменія і Таджикистан, у 2010 році – Білорусія, а у 2011 році – Киргизія.



Статутний капітал Банку сформований за рахунок внесків держав-учасниць: Росія - 1 млрд. дол. США, Казахстан - 500 млн. дол. США, Білорусь - 15 млн. дол. США, Таджикистан - 500 тис. дол. США, Вірменія - 100 тис. дол. США, Киргизія - 100 тис. доларів США [241]. Отже, фактичне управління даним банком здійснює Росія. Одним із пріоритетних напрямів діяльності даної міжнародної фінансової організації є сприяння регіональній економічній інтеграції держав-учасниць та управління коштами Антикризисового фонду. Членами даного фонду є ті ж держави, що є учасниками Євразійський банк Розвитку. Антикризисовий фонд засновано для подолання негативних наслідків глобальної кризи, забезпечення довгострокової стійкості економік держав-учасниць та сприяння інтеграції їх економік. Антикризисовий фонд надає державам-учасницям підтримку у двох формах: фінансові кредити урядам та інвестиційні кредити державам-учасникам або компаніям, що здійснюють міждержавні та національні інвестиційні проекти. Таким чином, Євразійський банк Розвитку є певним аналогом МВФ та може використовуватись країнами - регіональним лідерами (Росія та Казахстан) для здійснення впливу на фінансові, зокрема валютні, ринки інших країн-учасниць. Підбиваючи підсумки, можна констатувати реалізацію основних заходів передбачених другим етапом.

У Концепції [86] визначено ряд передумов переходу до третього етапу (орієнтовно 2010-2017 рр.) узгодження валютної політики. Більшість даних передумов сформульовано досить загально. На нашу думку, ключовою чітко окресленою передумовою є завершення формування реального митного союзу. Дане інтеграційне утворення почало реально функціонувати після введення у дію Митного кодексу (2010 р.) та відміни митного контролю між країнами-учасницями (2012 р.). Таким чином, країни-учасниці митного союзу перейшли до третього етапу узгодження валютної політики, який передбачає:

- впровадження оптимальних валютних режимів;
- розробку механізму координації валютної політики;

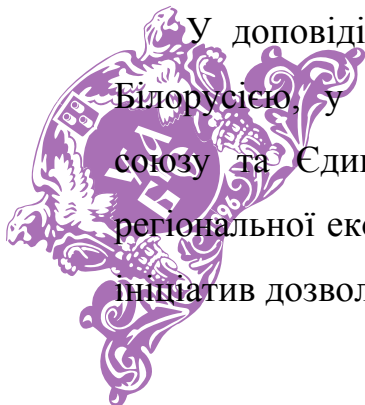


- перехід до колективного прийняття рішень в частині валютної і фінансово-економічної політики;
- звуження меж коливань курсів національних валют;
- запровадження процедур координації бюджетної політики;
- досягнення домовленості про валюту колективного користування.

Першим реальним заходом з валютного регулювання, який можна розглядати у контексті реалізації третього етапу валютної інтеграції, є підписання договору «Про спрощення переміщення фізичними особами готівкової валюти через митний кордон митного союзу» [238], даний договір був затверджений Міждержавною Радою Євразійського економічного співтовариства (вищий орган Митного союзу) 5 липня 2010 р., а остаточно набрав чинності з 3 червня 2011 р. Відповідно до статей 3 та 4 даного документу, ввезення (вивезення) фізичною особою готівкових грошових коштів та (або) дорожніх чеків на митну територію митного союзу здійснюється без обмежень. При ввезенні (вивезенні) готівкових грошових коштів та (або) дорожніх чеків на загальну суму, що перевищує в еквіваленті 10 тисяч доларів США, передбачено митне декларування у письмовій формі. Таким чином, передбачається максимальне спрощення регулювання даного виду валютних операцій.

Третя стадія економічної інтеграції передбачає формування спільного ринку. На нашу думку, процес створення спільного ринку Казахстану, Росії та Білорусії знаходиться в активній фазі. Правову основу для його формування визначають: договір про заснування Євразійського економічного співтовариства (2000 р.); підписання та ратифікація 17 документів щодо створення Єдиного економічного простору (2010 р.).

У доповіді ЄБРР зазначається, що формування Росією, Казахстаном та Білорусією, у межах Євразійського економічного співтовариства, Митного союзу та Єдиного економічного простору є першою успішною спробою регіональної економічної інтеграції країн СНД [242, с. 75-76]. Реалізація даних ініціатив дозволила збільшити торговий оборот між країнами-членами Митного



союзу за 2009 до 2011 року приблизно на 70%, істотно покращити режим транскордонної торгівлі: частка компаній які вважали даний режим проблемним в областях, що межують з Казахстаном та Білорусією у 3 рази менша ніж у областях які межують з іншими країнами. Дослідження спеціалістів ЄБРР підтвердили, що економічна інтеграція Росії, Казахстану та Білорусії сприяє активізації їх торгових зв'язків та у майбутньому може забезпечити підвищення ефективності функціонування національних економік [242, с. 77-95].

Створення Євразійського економічного співтовариства дозволило сформуванню наддержавні інститути необхідні для практичної реалізації заходів щодо економічної та валютної інтеграції держав-членів ЄврАзЕС (рис. 3.1).

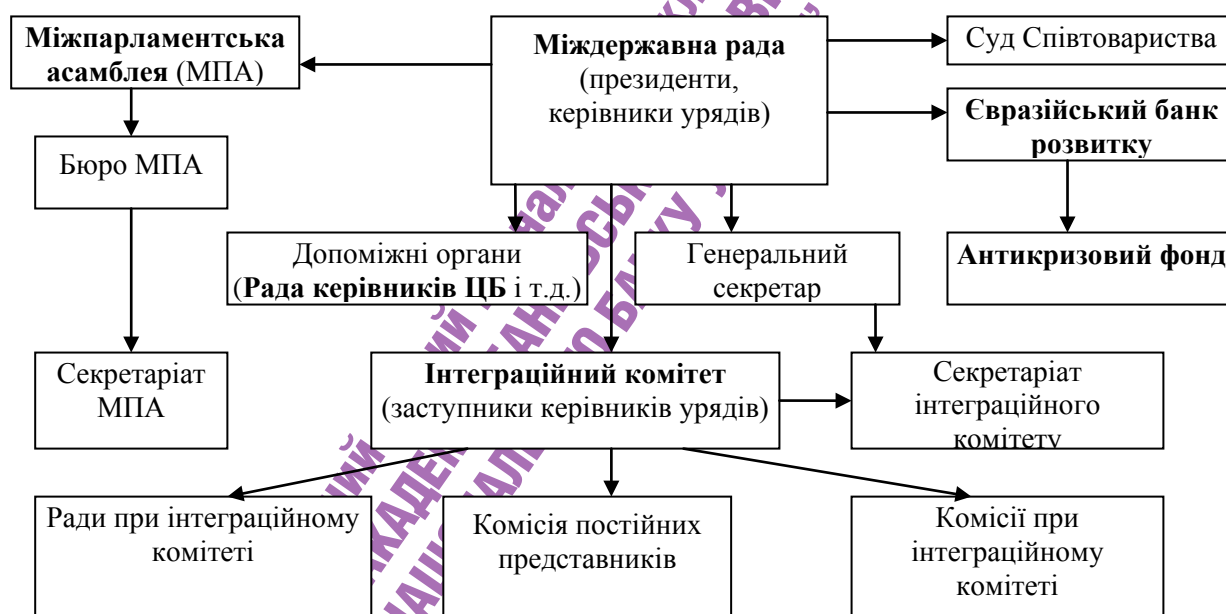


Рис. 3.1 Структура органів Євразійського економічного співтовариства

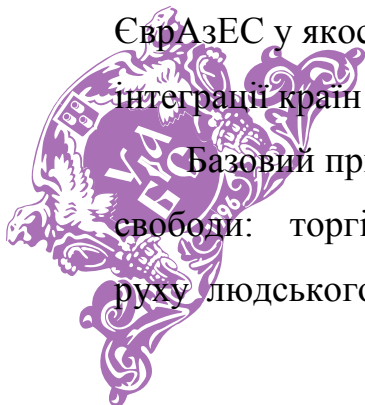
Джерело: сформовано автором

У межах даної організації було створено ряд органів, які можуть виконувати окремі функції щодо валютного регулювання на міжнародному рівні. Міждержавна рада (2000 р.), Інтеграційний комітет (2000 р.), Міжпарламентська асамблея (2000 р.), Рада керівників центральних банків (2000 р.), Євразійський банк розвитку (2006 р.), Антикризовий фонд ЄврАзЕС (2009 р.).

Також державами-членами ЄврАзЕС було прийнято ряд нормативних актів, які можуть слугувати основною для подальшого реформування валютного регулювання у процесі регіональної інтеграції країн СНД. Зокрема на початку 2006 року була підписана угода про співробітництво у сфері організації інтегрованого валютного ринку держав-членів Євразійського економічного співтовариства [239]. У преамбулі даної угоди акцентувалось на важливості спільних дій у напрямку створення валютного союзу держав-членів ЄврАзЕС, як найбільш досконалої форми валютної інтеграції. Ключові положення даного документу викладені у статтях 2 та 3. У статті 2 зазначається, що кожна держава забезпечує банкам-резидентам інших держав-членів ЄврАзЕС, що мають право на здійснення валютних операцій, допуск на свій національний валютний ринок для проведення міжбанківських конверсійних операцій на умовах не гірших, ніж ті, які існують для банків-резидентів даної держави. Статтею 3 визначено повноваження Ради керівників центральних банків держав-учасниць (рис. 3.1) щодо координації дій центральних банків та інших державних органів, які здійснюють валютне регулювання та банківський нагляд, з реалізації даної угоди.

Потрібно підкреслити, що на початку грудня 2012 року президенти Білорусії, Росії, Казахстану, Вірменії, Киргизії і Таджикистану підписали угоду про організацію інтегрованого валютного ринку. Дана угода базується на положення дослідженого вище документу та передбачає активізацію використання національних валют країн СНД, перш за все російського рубля, у міждержавних розрахунках. Україна декларувала наміри щодо підписання даної угоди, однак в кінцевому підсумку Віктор Янукович не підписав її. Таким чином, ми підтвердили тезу щодо використання документів прийнятих у межах ЄврАзЕС у якості основи для подальшого поглиблення економічної та валютної інтеграції країн Співдружності.

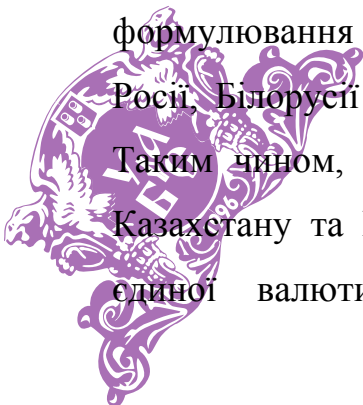
Базовий принцип Єдиного економічного простору передбачає забезпечення свободи: торгівлі товарами, торгівлі послугами, руху фінансового капіталу, руху людського капіталу. У свою чергу, свобода руху фінансового капіталу



передбачає максимальну лібералізацію режиму валютного регулювання між країнами-учасниками. Крім того, для вступу до Єдиного економічного простору країна повинна ратифікувати ряд документів, зокрема угоду про узгоджену макроекономічну політику. У свою чергу макроекономічна політика також передбачає державне регулювання ключових індикаторів валютного ринку, перш за все валютного курсу. Таким чином, підписавши та ратифікувавши документи щодо створення Єдиного економічного простору Росія, Казахстан та Білорусія взяли на себе обов'язки щодо подальшого істотного поглиблення координації валютного регулювання.

Економічний та валютний союз є *четвертою* (найвищою) *стадією* економічної інтеграції, яка крім створення спільного ринку передбачає істотний рівень координації національних економічних політик, гармонізацію відповідного законодавства країн-учасниць, а також повну валютну інтеграцію. У листопаді 2011 президенти Росії, Білорусії та Казахстану підписали документи щодо наступного етапу інтеграції: декларацію про Євразійську економічну інтеграцію (далі Декларація) [243], договір про Євразійську економічну комісію та регламент роботи Євразійської економічної комісії.

У Декларації говориться про перехід з 2012 року до формування Єдиного економічного простору, заснованого на нормах і принципах Світової організації торгівлі. Кінцева мета даного процесу полягає у створенні до 2015 року Євразійського економічного союзу (табл. 3.1). Також Декларацією передбачено здійснення узгодженої економічної політики та поглиблення співпраці у валютній сфері. Потрібно зазначити, що у проекті даного документу містилось положення щодо «руху країн до валютного союзу» [244]. Дане положення було внесено Росією, однак представники Казахстану були проти такого формулювання і в остаточній редакції Декларації зафіксовані лише наміри Росії, Білорусії та Казахстану до «поглиблення співпраці у валютній сфері». Таким чином, поки що не має узгодженої позиції представників Білорусії, Казахстану та Росії щодо необхідності та економічної доцільності введення єдиної валюти у межах Євразійського економічного союзу. Однак,



проглядається бажання керівництва Росії закріпити даний статус за російським рублем, тоді як президенти Казахстану та Білорусії висловлюють думку щодо необхідності введення нової колективної валюти під умовною назвою «євраз» або «євразійський рубль». У травні 2012 року голова Національного банку Казахстану Григорій Марченко висловив думку, що введення єдиної валюти буде можливим через 10-12 років, якщо вже зараз почати робити для цього правильні кроки [245].

Дослідивши зміст даних етапів можна зробити висновок, що найбільші країни СНД (Росія, Казахстан та Білорусія), які розглядаються нами як потенційні партнери України у регіональній валютній інтеграції, протягом посткризового періоду (2009-2012 роки) пройшли дві стадії економічної інтеграції: створення зони вільної торгівлі та формування митного союзу. Станом на кінець 2012 року вони перебувають на стадії створення спільного ринку та задекларували необхідність формування економічного союзу. Паралельно з процесом економічної інтеграції у даних країнах також відбувається валютна інтеграція: реалізовано перші два етапи передбачених Концепцією співробітництва та координації діяльності у валютній сфері [86]. На даний момент Росія, Казахстан та Білорусія перебувають на початковій стадії реалізації заходів передбачених третім етапом, який повинен завершитись досягненням домовленості про валюту колективного користування, тобто фактичним створенням валютного союзу.

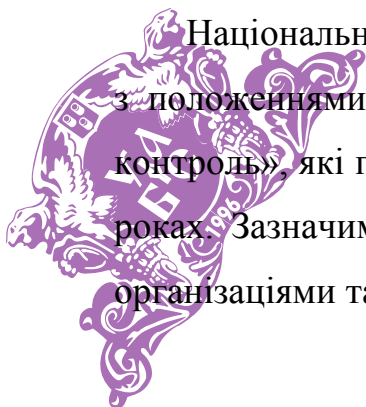
Україна пройшла лише першу стадію економічної інтеграції – підписала та ратифікувала договір про зону вільної торгівлі. Як зазначалось на початку даного підрозділу, у другій половині 2012 року вище керівництво України проводило активні перемовини щодо вступу нашої держави до Митного Союзу. Однак, станом на кінець 2012 року принципове рішення щодо активізації економічної інтеграції з найбільшими країнами СНД так і не було прийнято. Щодо валютної інтеграції, то Україна лише частково реалізувала заходи передбачені першим етапом Концепції.



Наприклад, Концепцією передбачено впровадження в практику державних розрахунків, поряд з вільноконвертованими валютами, національних валют держав Співдружності. У жовтні 2011 року була досягнута домовленість між Національним банком України та Центральним банком Російської федерації щодо можливості проведення розрахунків за імпортований з Росії газ у рублях [246]. Спрямування політики НБУ на активізацію міжнародних розрахунків резидентів України у рублях підтверджується змістом Постанови НБУ № 248 від 19.06.2012, якою визначено нормативи обов'язково резервування [247]. Даним документом встановлено наступні нормативи резервування коштів, які залучені банками України від банків-нерезидентів та фінансових організацій-нерезидентів: у національній валюті - 0%, в іноземній валюті (крім російських рублів) – 3%, у російських рублях – 0%. Таким чином, вітчизняні фінансові установи отримують додатковий стимул до залучення додаткових ресурсів у рублях. Потрібно зазначити, що дана політика НБУ не знайшла однозначного схвалення у середовищі експертів та науковців, які вказують на істотні курсові ризики при розрахунках у рублях.

Далі пропонуємо провести порівняльний аналіз підходів до валютного регулювання, які містяться у національних нормативних актах країн, що розглядаються нами як потенційні учасники регіональної валютної інтеграції (Україна, Росія, Казахстан та Білорусія). Основними національними нормативними актами, що визначають ключові засади валютного регулювання у Росії, Білорусії та Казахстані є закони «Про валютне регулювання та валютного контролю» [248-250], а в Україні – Декрет Кабінету Міністрів «Про систему валютного регулювання та валютного контролю» [82]. Останній документ досить детально проаналізовано у підрозділі 1.3 даного дослідження.

Національні підходи до валютного регулювання, також порівнюватимуться з положеннями модельних законів «Про валютне регулювання та валютний контроль», які приймалися міждержавними органами країн СНД у 1998 та 2002 роках. Зазначимо, що модельні закони зазвичай приймаються міжнародними організаціями та мають рекомендаційний характер. Вони використовуються для

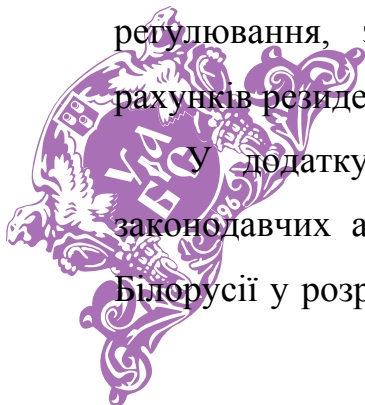


уніфікації законодавства різних держав та визначають зразки майбутніх законодавчих рішень. Модельний закон може отримати офіційну юридичну силу в межах держави лише після його прийняття національним парламентом.

Модельні закони, які будуть розглядатись нами, створені міжпарламентськими об'єднаннями країн СНД та адресовані відповідним національним законодавчим органам (національним парламентам країн-учасниць Співдружності). Рішення міжпарламентських об'єднань країн щодо прийняття модельних законів вважаються затвердженими при наявності загального консенсусу, тобто коли відсутні будь-які офіційні заперечення делегацій, що присутні на засіданні. Перший модельний закон «Про єдині принципи валютного регулювання та валютного контролю» затверджений постановою міжпарламентського комітету Білорусії, Казахстану, Киргизії та Росії у грудні 1998 року [251]. Другий модельний закон «Про валютне регулювання та валютний контроль» прийнятий на дев'ятнадцятому пленарному засіданні Міжпарламентської Асамблеї держав - учасниць СНД у березні 2002 року [252]. Порівняльний аналіз зазначених модельних законів дає підстави для висновку, що другий закон був створений на основі доопрацювання першого.

Таким чином у подальшому дослідженні ми посилатимемось на норми, що містяться у другому модельному законі [252]. На наш погляд, у даному модельному законі закладено декілька концептуальних напрямків уніфікації валютного регулювання: 1) максимальне спрощення процесу валютного регулювання, зокрема шляхом оптимізації термінологічного апарату; 2) поділ валютних операцій на капітальні та поточні з відміною обмежень для останньої групи операцій; 3) досягнення максимальної лібералізації валютного регулювання, зокрема спрощення: відкриття та використання валютних рахунків резидентів та нерезидентів, ввезення та вивозу готівкової валюти і т.д.

У додатку К наведено результати порівняльного аналізу ключових законодавчих актів з валютного регулювання України, Росії, Казахстану та Білорусії у розрізі основних положень з валютного регулювання передбачених

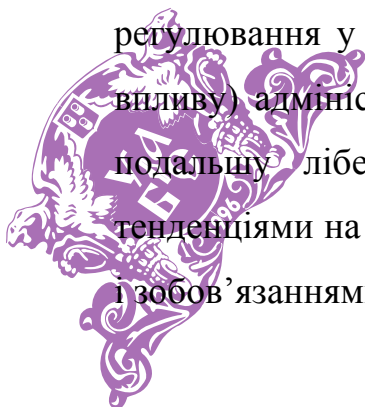


другим модельним законом. З результатами аналізу нами зроблено наступні висновки.

По-перше, підходи до валютного регулювання передбачені законодавством досліджуваних країн не відповідають у повній мірі положенням модельного закону. Найбільш наближеними до змісту другого модельного закону є підходи визначені у законодавстві Білорусії та частково – Казахстану (Додаток К). З іншого боку, у законодавстві України та Росії існують істотні відмінності, зокрема не передбачено, у явному вигляді, поділ валютних операцій на капітальні та поточні. Потрібно зазначити, що термінологія, а також порядок здійснення операцій на національних валютних ринках досліджуваних країн є подібними та в цілому відповідають модельному закону.

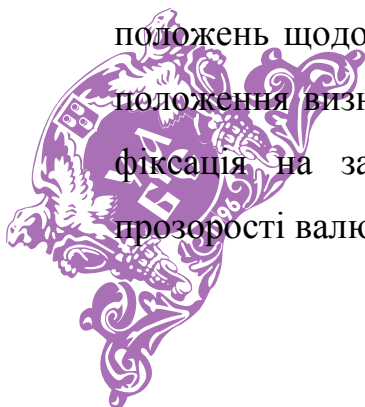
По-друге, максимальною ліберальністю, рівень якої перевищує ліберальність підходів модельного закону, характеризуються підходи до валютного регулювання визначені законодавством Росії. У даній країні значна кількість валютних операцій здійснюється без обмежень та додаткових дозволів центрального банку. Для валютного законодавства Казахстану характерний середній рівень ліберальності. Норми визначені законодавством України та Білорусії можна визнати найменш ліберальними (Додаток К). У Білорусії низький рівень ліберальності валютного законодавства, перш за все, обумовлюються авторитарною системою державного управління, у якій основні повноваження щодо державного регулювання усіх сфер економіки належать одноосібно президенту країни. В Україні ж останнім часом спостерігається системний процес до підвищення державного впливу на валютний ринок.

Як зазначалось у підрозділі 1.3 дослідження, більшість заходів з валютного регулювання у 2010-2011 роках спрямовувались на відміну (або послаблення впливу) адміністративних інструментів регулювання валютних відносин та їх подальшу лібералізацію. Даний процес обумовлювався як позитивними тенденціями на валютному ринку України протягом посткризового періоду, так і зобов'язаннями України перед Міжнародним Валютним Фондом.



Починаючи з середини 2012 року спостерігається зворотній процес: збільшення адміністративного впливу Національного банку України на валютний ринок. Даний вплив проявляється у прийнятті постанов Правління НБУ № 475 та № 476 [253; 254]. Постановою № 475 встановлено вимогу щодо обов'язкового продажу на міжбанківському валютному ринку України валютної виручки резидентів від реалізації товарів за зовнішньоекономічними договорами. Постановою №476 Національний банк зобов'язав комерційні банки продавати надходження із-за меж України в іноземній валюті на користь фізичних осіб (резидентів та нерезидентів) у сумі, що дорівнює або перевищує в еквіваленті 150 000 гривень за місяць. З одного боку, дані заходи повинні сприяти збільшенню обсягу пропозиції іноземної валюти на міжбанківському валютному ринку України в умовах від'ємного сальдо платіжного балансу, а також забезпечити недопущення різкої девальвації гривні. А з іншого, посилення валютного регулювання може негативно вплинути на фінансовий стан суб'єктів зовнішньоекономічної діяльності та істотно знизити можливості для подальшої регіональної валютної інтеграції України.

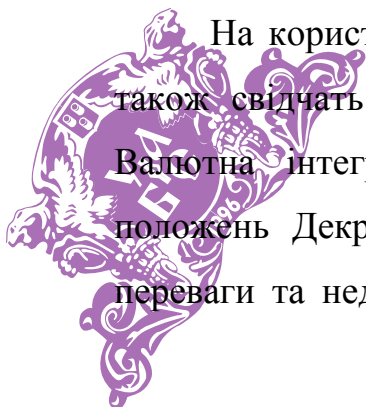
По-третє, встановлено, що юридична форма, структура та зміст Декрету [82] є не досконалим. У підрозділі 1.3 дисертаційного дослідження вказувалось на недоліки даного документу та досліджувались напрямки його доопрацювання. За результатами порівняльного аналізу валютного законодавства країн СНД, підтверджено наші висновки щодо необхідності прийняття закону України «Про валютне регулювання та валютний контроль», який би враховував ключові прогресивні напрацювання інших держав у сфері валютного регулювання. Зокрема, до недоліків Декрету можна віднести, те що він носить занадто узагальнений характер та не визначає багато важливих положень щодо здійснення державного регулювання валютних операцій. Дані положення визначаються постановами Національного банку України, однак їх фіксація на законодавчому рівні сприятиме підвищенню стабільності та прозорості валютного регулювання у нашій державі.



Підсумовуючи дослідження валютної інтеграції України з країнами СНД ми прийшли до висновку щодо необхідності подальшого вивчення доцільності практичної реалізації даного процесу у середньостроковій перспективі. На короткостроковому часовому горизонті (до одного року) реалізація рішучих заходів щодо посилення участі України у економічній та валютній інтеграції країн СНД буде контрпродуктивною з економічної точки зору. Даний висновок обумовлюється істотним відставанням України від Росії, Казахстану та Білорусії у процесі формування регіонального інтеграційного утворення. На даному етапі інтеграції для України можливий лише сценарій приєднання до існуючих договорів, що унеможливує (або істотно ускладнює) внесення поправок до діючої законодавчої бази міждержавних утворень. Як наслідок, мінімізуються можливості нашої держави для формування сприятливих для себе умов входження у інтеграційні утворення в цілому та у сфері валютного регулювання зокрема.

Крім того, аналіз інституційних засад функціонування наднаціональних органів інтеграційних утворень країн СНД (рис. 3.1) засвідчив, що абсолютна більшість повноважень даних органів зосереджена у представників Росії. Крім того, наведені у даному підрозділі результати аналізу міждержавних нормативних актів у сфері валютного регулювання дають підстави для висновку, що досить ймовірним сценарієм є введення до 2015 року російського рубля як єдиної валюти Євразійського економічного союзу. Таким чином, явно проглядається намагання Росії отримати всю повноту влади у сфері економічної політики та валютного регулювання. У такому разі, при форсуванні інтеграційних процесів, Україна може втратити не лише свій економічний суверенітет, а й державну незалежність.

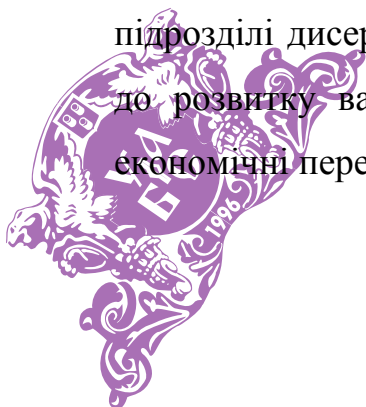
На користь вираженого підходу до валютної інтеграції з країнами СНД також свідчать результати порівняльного аналізу валютного законодавства. Валютна інтеграція обумовить необхідність перегляду значної кількості положень Декрету. Як наслідок, необхідно буде додатково проаналізувати переваги та недоліки реформування валютного законодавства для резидентів



України, а також передбачити перехідний період для адаптації юридичних та фізичних осіб до нових умов здійснення валютних операцій.

Наведені вище аргументи підтверджують сформульовану нами тезу щодо недоцільності істотної активізації регіональної валютної інтеграції з країнами СНД у короткостроковому періоді. Однак, валютні відносини, виходячи з їх економічної природи, перебувають у безпосередньому діалектичному взаємозв'язку з процесами фінансової глобалізації та інтеграції які постійно посилюються. Крім того, національна економіка відноситься до малих відкритих економік, що обумовлює необхідність перманентного пошуку шляхів подальшої економічної та валютної інтеграції на міждержавному рівні. Враховуючи результати аналізу економічної доцільності валютної інтеграції України з Росією, Казахстаном та Білорусією наведені у попередньому підрозділі роботи, можна зробити висновок, що у середньостроковій перспективі доцільно продовжувати вивчати переваги та недоліки інтеграції у східному напрямку.

Альтернативним напрямком економічної та валютної інтеграції для України є зближення з країнами Європейського Союзу. На користь даного напрямку свідчить вищий соціально-економічний та політичний розвиток даних держав. Крім того, Україна знаходиться на завершальній фазі підписання Угоди про асоціацію з Європейським Союзом, яка також передбачає створення зони вільної торгівлі. Положеннями даної угоди також передбачається максимально глибока економічна інтеграція на основі домовленостей в рамках двосторонніх переговорів з ЄС щодо вступу України до СОТ. У липні 2012 року завершився процес парафування Угоди про асоціацію з Європейським Союзом, однак її підписання затягується з політичних причин. У наступному підрозділі дисертаційного дослідження, для вивчення альтернативних підходів до розвитку валютного регулювання, вважаємо за доцільне проаналізувати економічні передумови валютної інтеграції України з Європейським Союзом.



3.2 Альтернативні підходи до реформування валютного регулювання у контексті валютної інтеграції України з країнами Європи

При обґрунтуванні переліку країн Європи для проведення дослідження економічної доцільності валютної інтеграції України з ними, ми виходили з наступних міркувань.

По-перше, на нашу думку, важливим є проведення аналізу економічної доцільності вступу України до найбільш розвиненого у світі валютного союзу – Єврозони. При цьому ми досліджували перспективу валютної інтеграції України з Єврозоною як цілісним економічним та валютним угрупованням, а не з окремими країнами, що входять до його складу.

По-друге, за результатами дослідження, проведеного у підрозділі 1.2 дисертаційної роботи, визначено, що значний ступінь торговельної інтеграції між країнами створює додаткові передумови для їх валютної інтеграції. Виходячи з цього, ми виділили ті країни Європи, що можуть вважатись основними торговими партнерами України (їх частки у загальному зовнішньоторговельному обороті України перевищують 1 %) (табл. 3.2).

Таблиця 3.2

Питома вага країн Європи – основних торговельних партнерів України в загальному обсязі товарообороту за I півріччя 2012 року, млн. дол. США

Країни	Товарооборот	Частка в заг. обсязі товар-ту, %	Експорт	Імпорт	Сальдо
Німеччина	4036	5,3	784	3302	-2518
Польща	2969	3,8	1359	1610	-251
Італія	2286	3,0	1163	1123	40
Угорщина	1354	1,8	760	594	166
Франція	1019	1,3	211	808	-597
Чеська Республіка	992	1,3	373	619	-246
Іспанія	949	1,2	606	343	263
Нідерланди	838	1,1	315	523	-208
Сполучене Королівство	762	1,0	201	561	-360

Джерело: сформовано на основі даних НБУ [261]

Необхідно зазначити, що такі країни як Німеччина, Італія, Франція, Іспанія, Нідерланди входять до складу Єврозони, а тому окремі розрахунки відносно перспектив валютної інтеграції України з ними, на нашу думку, проводити не доцільно.

По-третє, зважаючи на те, що успішному розвитку процесів регіональної валютної інтеграції сприяє наявність спільних державних кордонів, з переліку країн, що залишилися після другого етапу відбору, було виключене Сполучене Королівство.

Таким чином, у даній роботі було зосереджено увагу на дослідженні економічної доцільності валютної інтеграції України з Польщею, Угорщиною та Чеською Республікою, а також перспективи входження України до Єврозони. Необхідно зазначити, що перелічені країни входять до складу Європейського союзу, однак наразі планують введення євро лише у віддаленій перспективі. Так, зокрема, офіційні особи Польщі неодноразово коригували дату вступу своєї країни до Єврозони, заявляючи про намір приєднатися до євро спочатку в січні 2012 року, потім у 2014, 2015 і 2016 роках. Чеська Республіка планує вступити до Єврозони після 2015 року, можливо навіть у 2019 році. У рамках євроінтеграції Угорщини форинт може бути замінений на євро у період між 2012 і 2014 роками, у залежності від економічної ситуації в країні.

Розпочнемо дослідження з аналізу макроекономічних критеріїв доцільності формування економічного інтеграційного утворення.

Розмір економіки охарактеризуємо за допомогою середнього значення реального ВВП (у порівняльних цінах 2005 року) за період 2000-2011 рр. (табл. 3.3). За результатами аналізу можна зробити висновок, що економіка Єврозони є значно більшою від економік країн, що досліджуються (зокрема, у 37 разів більша за економіку України). Враховуючи, що малі країни отримують найбільші вигоди від валютної інтеграції, це створює додаткові стимули для вступу зазначених країн у Єврозону. У той же час економіки країн мають



відносно порівняні обсяги, що за даним критерієм, на нашу думку, не створює суттєвих стимулів до їх валютної інтеграції.

Таблиця 3.3
Динаміка реального ВВП європейських країн у 2000-2011 рр.

Країни	Показники			
	Середнє значення, млрд. дол. США	ВВП Єврозони/ВВП країни, од	Темп приросту 2012/2000, %	Середній темп приросту 2012/2000, %
Єврозона	9533,90	1,00	14,12	1,21
Польща	555,27	17,17	52,94	3,94
Угорщина	164,50	57,96	23,52	1,94
Україна	255,60	37,30	59,89	4,36
Чеська Республіка	220,18	43,30	41,89	3,23

Джерело: сформовано на основі даних МВФ [226]

Як видно з таблиці 3.4, найбільш диверсифікованою за показником Херфіндаля є економіка України, а найменше – Угорщини. Однак, різниця між даними показниками, на нашу думку, є неістотною і всі економіки досліджуваних країн можна охарактеризувати як достатньо диверсифіковані. Крім того, структура економіки є досить подібною: переважають добувна галузь та промислове виробництво.

Таблиця 3.4
Середня частка доданої вартості за видами економічної діяльності у 2005-2010 рр., %

Країна	Сільське господарство, мисливство, риболовля, лісне господарство	Добувна галузь, комунальне госп-во	Промисл. виробництво	Будівництво	Оптова та роздрібна торгівля, ресторанний і готельний бізнес	Транспорт та комунікації	Інші види діяльності	Значення індексу Херфіндаля
Єврозона	2,29	22,00	16,22	6,89	15,29	7,82	45,70	3183,55
Польща	4,01	24,50	18,64	6,90	19,80	7,21	37,59	2911,59
Угорщина	3,91	25,51	22,45	4,53	12,90	8,03	45,11	3460,85
Україна	8,19	28,62	19,77	3,71	15,54	11,30	32,64	2717,90
Чеська Республіка	2,55	31,22	25,32	6,69	14,46	10,32	34,76	3213,35

Джерело: власні розрахунки на основі даних статичного комітету ООН [225]

Оскільки диверсифікація внутрішнього виробництва, споживання та експорту зменшує чутливість економіки до асиметричних зовнішніх шоків товарного ринку, за цим показником можна стверджувати про наявність передумов до валютної інтеграції країн.

Мобільність праці у досліджуваних країнах проаналізуємо на основі кореляційної матриці рівнів безробіття (табл. 3.5), побудованої на основі квартальних даних МВФ за період 2000-2010 рр.

Таблиця 3.5

Кореляційна матриця рівнів безробіття

Країна	Єврозона	Польща	Угорщина	Україна	Чеська Республіка
Єврозона	1,00	0,10	0,54	0,44	0,68
Польща		1,00	-0,72	0,44	0,75
Угорщина			1,00	-0,08	-0,14
Україна				1,00	0,66
Чеська Республіка					1,00

Примітка. Жирним шрифтом виділено статистично значимі результати на рівні 0,05.
Джерело: власні розрахунки на основі даних МВФ [226]

За результатами аналізу можна зазначити, що між рівнями безробіття України, Польщі, Чеської Республіки та Єврозоною існує статистично значимий зв'язок, який свідчить про істотну орієнтацію трудової міграції українців на європейські країни. Оскільки за рахунок перетікання трудових ресурсів із депресивних країн в країни, в яких відбувається підйом, може бути подоланий макроекономічний дисбаланс, даний фактор свідчить на користь наявності передумов для валютної інтеграції країн – об'єктів дослідження.

Міжнародну мобільність капіталу у досліджуваних країнах проаналізуємо на основі застосування моделі М. Фельдштайна та К. Харіюки (формула 2.14). У таблиці 3.6 наведено однофакторні регресійні рівняння, що побудовані на основі квартальних даних МВФ за період 2000-2010 рр. щодо інвестицій (I), заощаджень (S) та ВВП (Y). Дані щодо рівня валових заощаджень Єврозони виявилися недоступними, внаслідок чого вона виключена з аналізу.



Таблиця 3.6

Взаємозв'язок заощаджень та інвестицій

Країна	Рівняння регресії	Значимість (R^2)
Польща	$(I/Y)=0,35(S/Y)+0,92$	0,19
Угорщина	$(I/Y)=-0,04(S/Y)+0,96$	0,31
Україна	$(I/Y)=0,05(S/Y)+0,97$	0,46
Чеська Республіка	$(I/Y)=0,86(S/Y)+0,75$	0,64

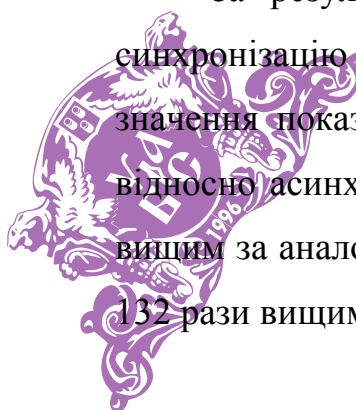
Примітка. Жирним шрифтом виділено статистично значимі результати на рівні 0,05.
Джерело: власні розрахунки на основі даних МВФ [226]

Статистично значимий зв'язок між заощадженнями та інвестиціями у 2000-2010 рр. виявлено лише відносно Чеської Республіки (коефіцієнт детермінації склав 0,64), що свідчить про відносно незначну мобільність капіталу даної країни на міжнародному рівні. Оскільки мобільність капіталу виступає одним із механізмів нівелювання асиметричних шоків, така ситуація знижує привабливість валютної інтеграції України з Чеською Республікою. Відсутність кореляції заощаджень та інвестицій відносно інших країн може свідчити про достатньо високий рівень мобільності капіталу.

Оцінку економічної конвергенції країн проведемо шляхом аналізу симетричності реальних шоків та дослідження «сигма конвергенції».

Для оцінки симетричності шоків проаналізуємо волатильність шоків реального сектору економіки шляхом розрахунку абсолютного значення різниці стандартних відхилень логарифмів темпів росту реального ВВП для України та інших країн, що досліджуються (формула 2.2). У таблиці 3.7 наведено результати розрахунків, що проводилися на основі даних Світового банку щодо розміру реального ВВП країн (у цінах 2005 року) у періоді 1991-2011 рр.

За результатами аналізу можна стверджувати про достатньо низьку синхронізацію бізнес-циклів України та інших країн, про що свідчать найбільші значення показника волатильності реальних шоків (зокрема, даний показник відносно асинхронізації бізнес циклів України з Єврозоною є майже у 8 разів вищим за аналогічний показник відносно Угорщини та Чеської республіки та у 132 рази вищим відносно асинхронізації бізнес циклів Польщі та Єврозони).



Різниця стандартних відхилень логарифмів темпів росту реального ВВП
країн у 1991-2011 рр.

Країна	Євросона	Польща	Угорщина	Україна	Чеська Республіка
Євросона	0,000	0,001	0,011	0,086	0,011
Польща		0,000	0,012	0,086	0,012
Угорщина			0,000	0,075	0,000
Україна				0,000	0,075
Чеська Республіка					0,000

Джерело: власні розрахунки на основі даних Світового банку [228]

Як було визначено у попередніх підрозділах дисертаційної роботи, асинхронність бізнес-циклів країн підвищує потребу у проведенні незалежної валютної та монетарної політики, що зменшує економічну доцільність регіональної валютної інтеграції.

Як видно з рисунку 3.2, дослідження «сигма конвергенції» країн (формула 2.3) підтверджує отримані вище висновки.

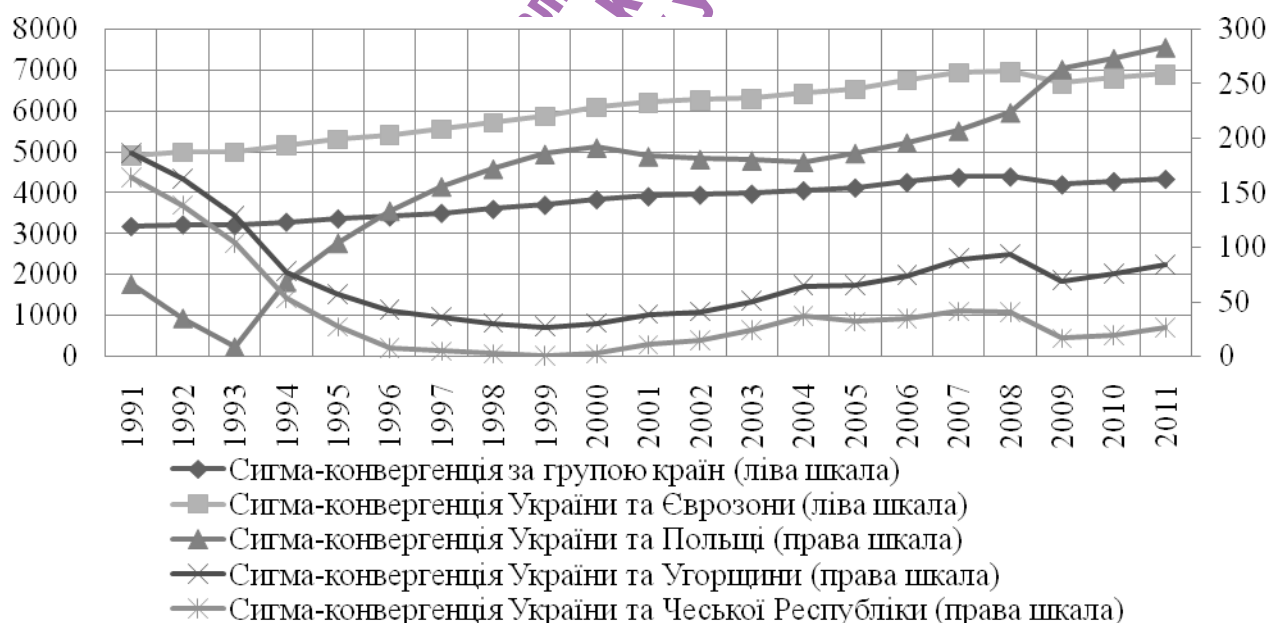


Рис. 3.2 Динаміка стандартного відхилення обсягів реального ВВП країн
(у цінах 2005 р.) у 1991-2011 рр., млрд. дол. США

Джерело: власні розрахунки на основі даних Світового банку [228]



Динаміка до зростання дисперсії обсягів реального ВВП країн свідчить про поступове посилення асинхронності бізнес-циклів. Необхідно зазначити, що за критерієм «сигма-конвергенції» у 1991-1999 рр. спостерігалася поступова синхронізація бізнес-циклів України, Угорщини та Чеської Республіки. Однак можна стверджувати, що фінансові кризи (1999 р. та 2008 р.) мали несиметричний вплив на розвиток економік зазначених країн. Аналіз також підтверджує факт найменшої синхронності бізнес-циклів України та Польщі.

Ступінь торгової відкритості економік країн оцінимо за допомогою відношення загального обсягу експорту та імпорту країн до їх номінального ВВП у 1998-2011 рр. (рис. 3.3).

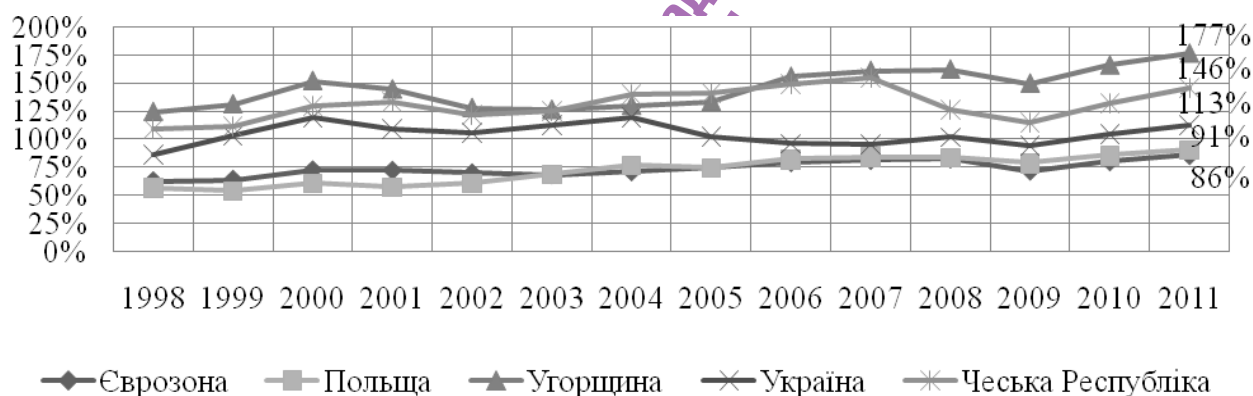


Рис. 3.3 Динаміка відношення товарообороту до номінального ВВП країн у 1998-2011 рр.

Джерело: власні розрахунки на основі даних МВФ [226]

За результатами аналізу можна зробити висновок, що усі країни-потенційні учасники валютного союзу є відкритими економіками, які у значній мірі залежать від операцій на міжнародних товарних ринках. Причому більшим ступенем торгової відкритості характеризуються економіки Угорщини та Чеської Республіки, середнім – Україна, а найнижчим – Єврозона. Останнє може бути пояснено значною інтенсивністю торгових потоків між країнами-членами Євросоюзу. Починаючи з 2009 р., спостерігається тенденція до підвищення торгової відкритості країн, що створює додаткові стимули до регіональної валютної інтеграції.

Дослідивши показники зовнішньої торгівлі, можна зробити висновок, що Україна та Польща залишаються у більшій мірі імпортоорієнтованими, тоді як експорт з країн Євросони традиційно переважав імпорт у дані країни. Відмітимо, що за період з 1998 по 2011 рр. внаслідок більш інтенсивного нарощування обсягів експорту Угорщина та Чеська Республіка перетворились з імпорто- на експортоорієнтовані економіки.

Ступінь торгової інтеграції між досліджуваними країнами пропонуємо проаналізувати на основі даних, представлених у таблиці 3.8. Виходячи з обсягів товарообороту, з метою збільшення вигод від скорочення транзакційних витрат та курсової стабілізації, Україні найбільш вигідно здійснити валютну інтеграцію з Євросоюзом та Польщею.

Таблиця 3.8

Показники торгової відкритості країн, у відсотках до номінального ВВП у 1998 та 2011 рр.

Країна	Відношення експорту до ВВП, %			Відношення імпорту до ВВП, %			Відношення експорту до імпорту, %		
	1998	2011	Темп приросту	1998	2011	Темп приросту	1998	2011	Темп приросту
Євросона	32	44	35	31	42	38	106	103	-3
Польща	26	45	72	31	46	49	84	97	15
Угорщина	62	92	49	63	85	35	98	109	11
Україна	42	54	28	44	59	34	95	91	-4
Чеська Республіка	54	75	38	55	71	28	98	106	8

Джерело: власні розрахунки на основі даних МВФ [226]

Рівень фіскальної інтеграції оцінимо на основі аналізу відношень дефіциту бюджету до ВВП та державного боргу до ВВП (табл. 3.9). Як зазначалося у підрозділі 2.2 дисертаційної роботи, відповідно до Маастрихтських критеріїв дефіцит держбюджету не повинен перевищувати 3 % від ВВП, а державний борг – 60 % ВВП. Як зазначає Kovacs Levente [260], внаслідок розгортання світової фінансової кризи у 2008 р. значно зросла витратна частина державного бюджету країн Євросоюзу, що призвело до різкого зростання обсягів бюджетного дефіциту. Крім того, відбулося різке

нарощування обсягів державного боргу. Як результат – жодна країна-претендент щодо регіональної валютної інтеграції станом на кінець 2010 року не виконувала Маастрихтських фіскальних критеріїв.

Таблиця 3.9
Показники фіскальної інтеграції країн, у відсотках до номінального ВВП
у 2006-2010 рр., %

Рік	Єврозона		Польща		Угорщина		Україна		Чеська Республіка	
	Дефіцит бюджету/ВВП	Державний борг/ВВП	Дефіцит бюджету/ВВП	Державний борг/ВВП	Дефіцит бюджету/ВВП	Державний борг/ВВП	Дефіцит бюджету/ВВП	Державний борг/ВВП	Дефіцит бюджету/ВВП	Державний борг/ВВП
2006	-1,16	54,82	-3,41	н.д.	-8,59	70,46	-1,03	14,60	-4,06	23,71
2007	-0,72	52,00	-1,88	н.д.	-4,96	70,84	-0,89	12,30	-1,51	24,19
2008	-1,59	60,98	-3,70	н.д.	-3,75	74,29	-1,47	20,00	-1,43	25,48
2009	-5,22	64,70	-6,11	н.д.	-4,10	83,31	-5,61	34,80	-5,96	31,03
2010	-4,99	74,10	-6,73	н.д.	-3,47	82,56	-6,52	39,50	-4,76	35,14
Середнє	-2,74	61,32	-4,36	х	-4,97	76,30	-3,10	24,24	-3,55	27,91

Джерело: власні розрахунки на основі даних Світового банку [228]

Оцінку інфляційної конвергенції країн проведемо шляхом аналізу кореляції, волатильності та «сигма конвергенції» індексів споживчих цін.

Волатильність цін проаналізуємо із застосуванням формули (2.2). У таблиці 3.10 наведено результати розрахунків, що проводилися на основі даних Світового банку щодо річних темпів зростання споживчих цін у періоді 2000-2011 рр. Додатково розраховано значення коефіцієнту лінійної кореляції Пірсона між логарифмом темпу зростання індексу споживчих цін України та аналогічним показником для інших країн.

За результатами аналізу можна стверджувати про низьку синхронізацію інфляційної динаміки України та інших країн (про що свідчать низькі значення коефіцієнту кореляції Пірсона) та високі значення показника волатильності споживчих цін. Зазначені тенденції свідчать про відсутність структурної гомогенності економік України та інших країн, внаслідок чого, у випадку їх валютної інтеграції, посилюватиметься вплив асиметричних шоків. Це

підвищує потребу у проведенні незалежної валютної та монетарної політики, що зменшує економічну доцільність регіональної валютної інтеграції.

Таблиця 3.10

Різниця стандартних відхилень та кореляція логарифмів темпів росту споживчих цін країн у 2000-2011 рр.

Країна	Різниця стандартних відхилень					Коефіцієнт кореляції
	Єврозона	Польща	Угорщина	Україна	Чеська Республіка	
Єврозона	0,000	0,135	0,537	0,230	0,607	0,027
Польща		0,000	0,402	0,365	0,741	0,361
Угорщина			0,000	0,767	1,143	0,288
Україна				0,000	0,376	1,000
Чеська Республіка					0,000	-0,013

Джерело: власні розрахунки на основі даних Світового банку [228]

Як видно з рисунку 3.4, дослідження «сигма конвергенції» цінової динаміки у країнах підтверджує отримані вище висновки. Прискорені темпи зростання індексу споживчих цін в Україні у 2002-2008 рр. позначилися на зростанні дисперсії індексу споживчих цін. Однак необхідно зазначити, що за критерієм «сигма-конвергенції», починаючи з 2008 р., спостерігається поступова синхронізація цінової динаміки в Україні та інших країнах, що є об'єктом дослідження.

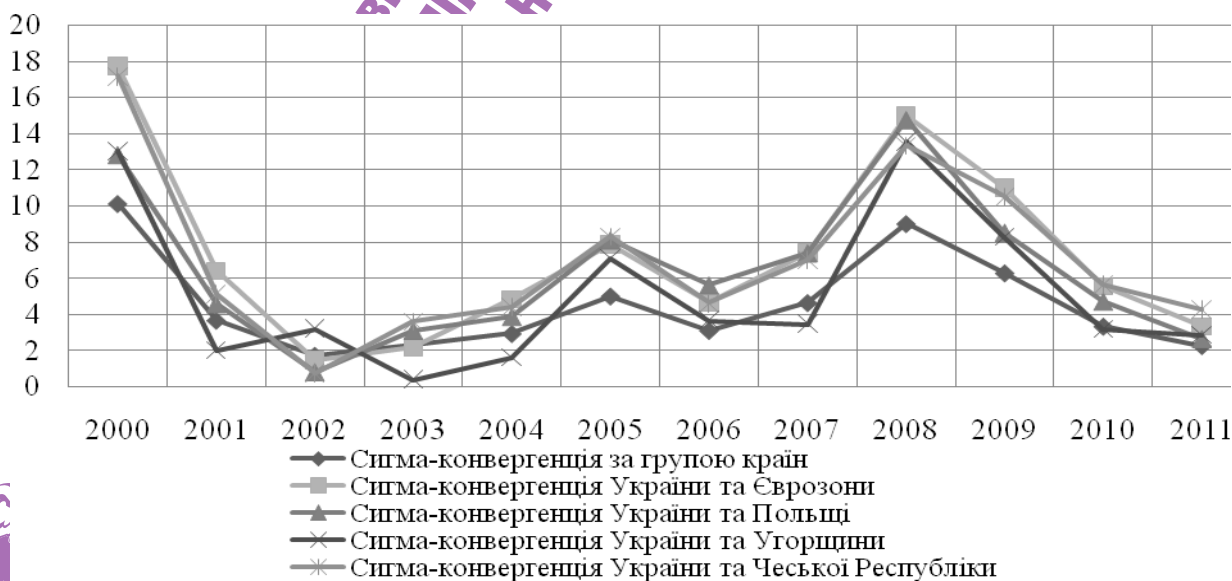


Рис. 3.4 Динаміка стандартного відхилення індексу споживчих цін у 2000-2011 рр., %

Джерело: власні розрахунки на основі даних Світового банку [228]



На основі аналізу кореляції, волатильності та «сигма конвергенції» проаналізуємо подібність динаміки процентних ставок у країнах, що досліджуються. У якості об'єкту аналізу було обрано ставки рефінансування центральних банків, які вважаються ключовими індикаторами вартості ресурсів на національних грошових ринках.

У таблиці 3.11 наведено результати розрахунків показників волатильності та кореляції, що проводилися на основі даних Міжнародного валютного фонду щодо середньомісячних значень ставок рефінансування у періоді з січня 2000 року по грудень 2011 року.

Таблиця 3.11

Показники волатильності та кореляції середньомісячних ставок рефінансування європейських країн у 2000-2011 рр.

Країна	Серед. знач., %	Станд. відх., %	Коеф. варіації, %	Коефіцієнти кореляції				
				Єврозона	Польща	Угорщина	Україна	Чеська Республіка
Єврозона	3,60	1,27	35,20	1,00	0,64	0,47	0,49	0,88
Польща	7,02	4,66	66,32		1,00	0,64	0,88	0,87
Угорщина	8,48	2,14	25,21			1,00	0,53	0,66
Україна	11,62	6,81	58,60				1,00	0,74
Чеська Республіка	2,65	1,43	53,73					1,00

Примітка. Жирним шрифтом виділено статистично значимі результати на рівні 0,05.
Джерело: власні розрахунки на основі даних МВФ [226]

Можна зробити висновок про наявність достатньо тісної кореляції динаміки ставок рефінансування у країнах, що, з одного боку, створює додаткові умови для подальшої валютної інтеграції. Однак, з іншого боку, середнє значення ставки рефінансування в Україні протягом періоду дослідження залишалося максимальним відносно інших країн і складало 11,62%, що у 3,2 рази перевищує значення аналогічного показника Єврозони. Крім того, ставка рефінансування в Україні характеризувалася значним ступенем мінливості – значення коефіцієнту кореляції склало 58,6%. Зазначені

тенденції, можна трактувати як свідчення низького ступеню економічної конвергенції між Україною та європейськими країнами, що досліджуються.

Про відсутність стійкої тенденції щодо посилення конвергенції процентних ставок свідчать результати аналізу показника «сигма конвергенції», що наведені на рисунку 3.5. Виключенням є посилення синхронізації динаміки ставок рефінансування України та Угорщини наприкінці 2011 року.

Валютну конвергенцію проаналізуємо на основі дослідження волатильності та кореляції середньомісячних офіційних курсів української гривні (UAH), євро (EUR), польського злотого (PLN), чеської крони (CZK) та угорського форинта (HUF) до долара США (USD) у періоді з січня 2000 року по грудень 2011 року.

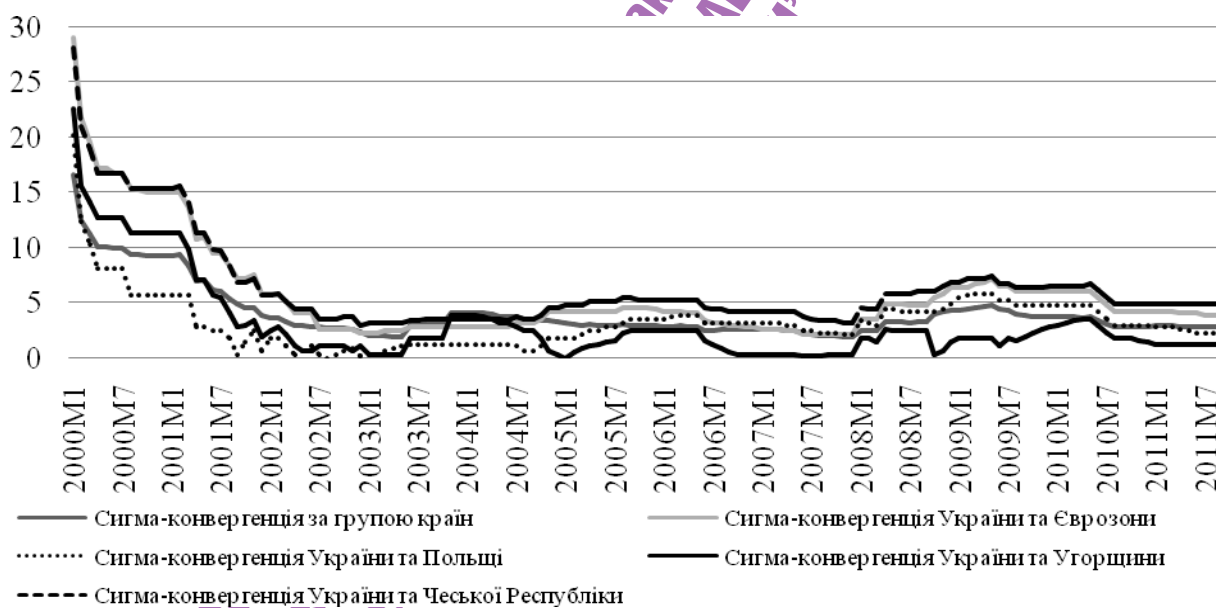


Рис. 3.5 Динаміка стандартного відхилення ставок рефінансування у 2000-2011 рр., %

Джерело: власні розрахунки на основі даних МВФ [226]

Як видно з таблиці 3.12, найбільша волатильність була характерна для чеської крони, коефіцієнт варіації курсу якої до долара США у періоді дослідження сягнув 29,48 %. Порівняно однаковою (на рівні 18 %) була варіація курсів інших валют. Необхідно зазначити, що курсова динаміка зазначених

валют у 2000-2011 рр. характеризувалася сильною взаємною кореляцією. Статистично значимого кореляційного зв'язку не було виявлено лише між курсами гривні та угорського форинта до долара США.

Таблиця 3.12
Показники волатильності та кореляції середньомісячних офіційних курсів валют до долара США у 2000-2011 рр.

Курс	Серед. знач.	Станд. відх.	Коеф. варіації, %	Коефіцієнти кореляції				
				USD/EUR	USD/CZK	USD/HUF	USD/PLN	USD/UAH
USD/EUR	0,85	0,15	18,19	1,00	0,97	0,96	0,90	-0,36
USD/CZK	25,26	7,45	29,48		1,00	0,92	0,92	-0,44
USD/HUF	219,22	37,72	17,21			1,00	0,89	-0,16
USD/PLN	3,39	0,61	18,02				1,00	-0,25
USD/UAH	5,91	1,18	19,92					1,00

Примітка. Жирним шрифтом виділено статистично значимі результати на рівні 0,05.
Джерело: власні розрахунки на основі даних МВФ [226]

Внаслідок вказаних тенденцій значною волатильністю у аналогічному періоді характеризувався курс гривні до європейських валют. Так, коефіцієнт варіації курсу гривні до чеської крони сягав 41,56 % (табл. 3.13). Тим не менш, однакові значення стандартних відхилень логарифмів темпів росту обмінних курсів підтверджують наявність сильного кореляційного зв'язку між ними.

Таблиця 3.13
Показники волатильності середньомісячних офіційних курсів гривні до іноземних валют у 2000-2011 рр.

Курс	Середнє значення, грн./од. іноз. вал	Стандартне відхилення, грн.	Коефіцієнт варіації, %	Станд. відх. лог. темпу росту
EUR/UAH	7,28	2,25	30,89	0,04
PLN/UAH	1,82	0,54	29,92	0,04
CZK/UAH	0,26	0,11	41,56	0,04
HUF/UAH	0,03	0,01	27,06	0,04

Джерело: власні розрахунки на основі даних МВФ [226]



Наявність розвинених фінансових ринків та банківських систем є важливою передумовою успішної валютної інтеграції країн. З метою оцінки рівня розвитку фінансового сектора проаналізуємо рівень розвитку банківського сектора, фондових ринків, відносний ступінь монетизації ВВП та достатність золотовалютних резервів країн.

Як видно з рисунку 3.6, найбільш розвиненим можна вважати банківський сектор Єврозони: середнє значення обсягу кредитів, спрямованих банками в економіку протягом 2000-2011 рр. складало 133,67% ВВП Єврозони. У передкризовий період банківська система України розвивалася найбільш динамічно: середньорічний темп приросту показника, що аналізується, складав 16,73 %.

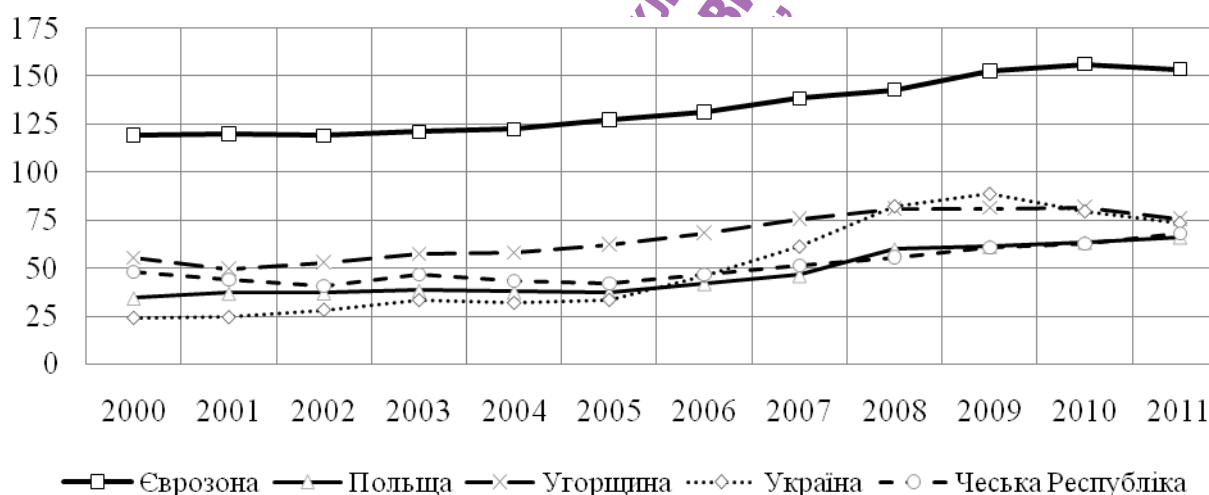


Рис. 3.6 Внутрішні кредити, надані банківським сектором європейських країн у 2000-2011 рр., у % до ВВП відповідної країни

Джерело: власні розрахунки на основі даних Світового банку [228]

Однак світова фінансова криза найбільш суттєво позначилася на банківському секторі України: тоді як банківські системи інших країн продовжили поступовий розвиток, обсяг кредитів банківського сектора України по відношенню до ВВП протягом 2009-2011 рр. скоротився на 38,22 в.п. і досяг значення 50,37 % ВВП.

Отримані висновки підтверджуються результатами дослідження динаміки частки непрацюючих кредитів у валових кредитах банків у 2000-2011 рр. (рис. 3.7). Відносно України даний показник традиційно був найвищим, коливався у межах від 3 до 30 % та станом на кінець 2011 р. досяг значення 15,4 %, що, зокрема, майже у 3 рази більше, ніж у країнах Євросони. Зазначимо, що показник проблемних кредитів за неофіційними даними є щонайменше у 2 рази більшим, ніж про це свідчать офіційні дані.

Це свідчить про значну вразливість банківської системи України до фінансових шоків, що негативно позначається на її можливості виступати у якості своєрідного антикризового буферу у випадку валютної інтеграції.

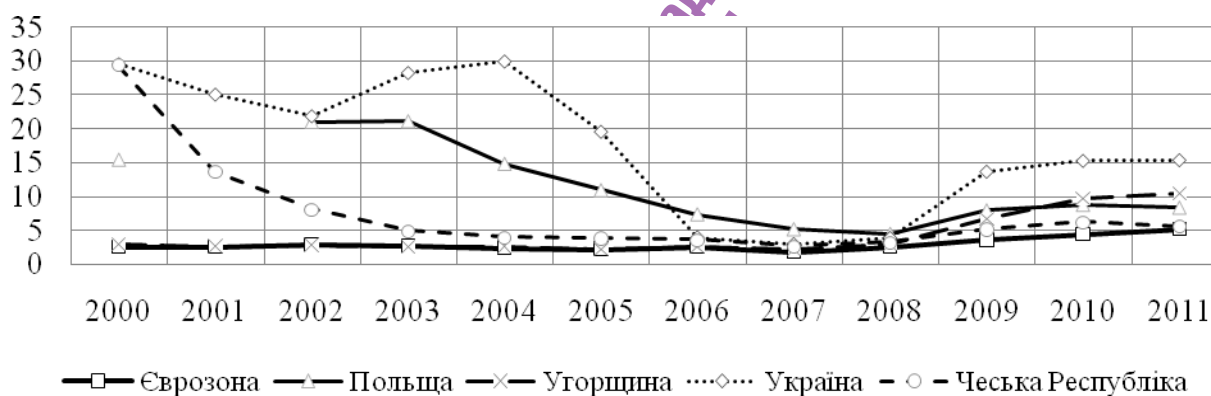


Рис. 3.7 Частка непрацюючих кредитів у валових кредитах банків європейських країн у 2000-2011 рр., %

Джерело: власні розрахунки на основі даних Світового банку [228]

За результатами аналізу розвитку фондових ринків можна зробити висновок, що найбільшим за величиною є фондовий ринок Євросони. Так, середнє значення загальної вартості акцій, що торгувалися на фондових ринках Євросони у 2005-2011 рр. склало 74,19 % ВВП. Як видно з рисунку 3.8, значення даного показника у 2007 році сягало 123,09 % ВВП, однак світова фінансова криза негативно позначилася на функціонуванні фондового ринку Євросони. Аналогічні тенденції спостерігалися й в інших країнах, що є об'єктом дослідження. Зазначимо, що фондовий ринок України є найменш розвиненим: його обсяг, виходячи з аналізу загальної вартості акцій, що торгувалися на фондовому ринку,

є майже в 55 разів меншим від обсягу валютного ринку Єврозони, в 17 разів – Угорщини, в 13 разів – Чеської Республіки та в 11 разів – Польщі.

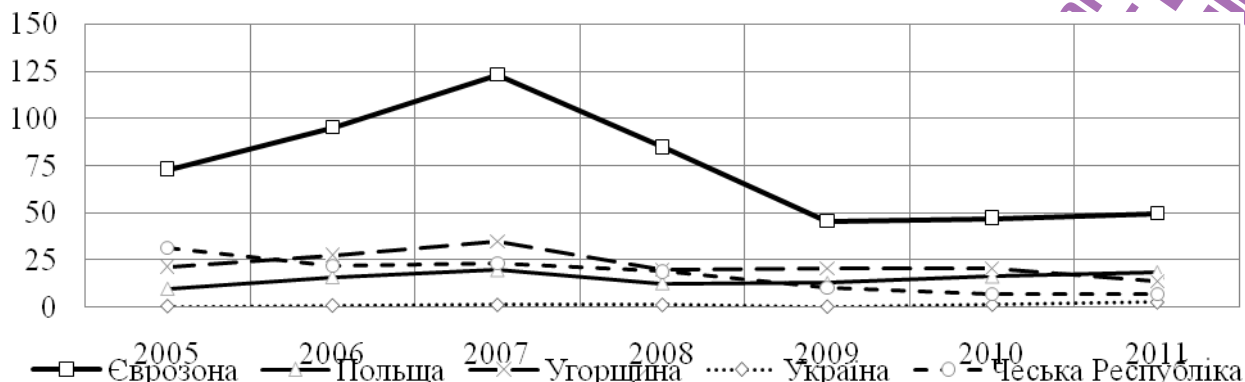


Рис. 3.8 Вартість акцій, що торгувалися на фондових ринках європейських країн у 2005-2011 рр., у % до ВВП відповідної країни
Джерело: власні розрахунки на основі даних Світового банку [228]

Як видно з рисунку 3.9, капіталізація українських компаній, що пройшли лістинг на фондових біржах протягом 2005-2011 рр. коливалась у межах 13-78 % ВВП, що в певній мірі свідчить про нестабільний розвиток вітчизняного фондового ринку. За даним показником найбільш розвиненим є фондовий ринок Єврозони, який в середньому в 1,9 разів перевищував розміри фондового ринку України. Також необхідно зазначити, що за даним показником фондові ринки Угорщини та Чеської республіки дещо поступилися за обсягами фондовому ринку України.

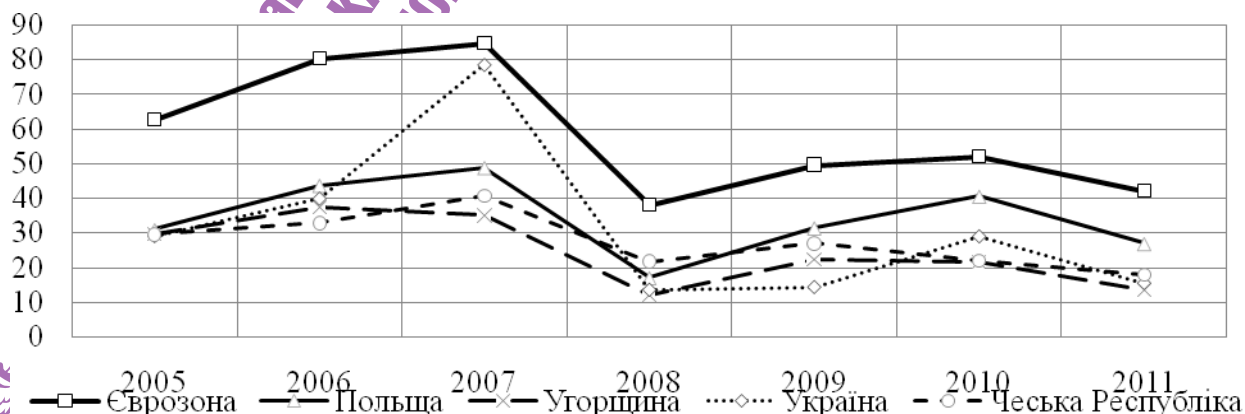


Рис. 3.9 Ринкова капіталізація компаній європейських країн, що пройшли лістинг на фондових біржах, у 2005-2011 рр., у % до ВВП відповідної країни

Джерело: власні розрахунки на основі даних Світового банку [228]

Свідченням відносної нерозвиненості фінансового сектору України є також найнижчий рівень монетизації економіки у порівнянні з іншими країнами, що досліджуються (рис. 3.10). Так, середнє значення відносного ступеню монетизації економіки України у 2000-2011 рр. складало відповідно 0,28, 0,88, 0,76 та 0,65 щодо Єврозони, Польщі, Угорщини та Чеської Республіки.

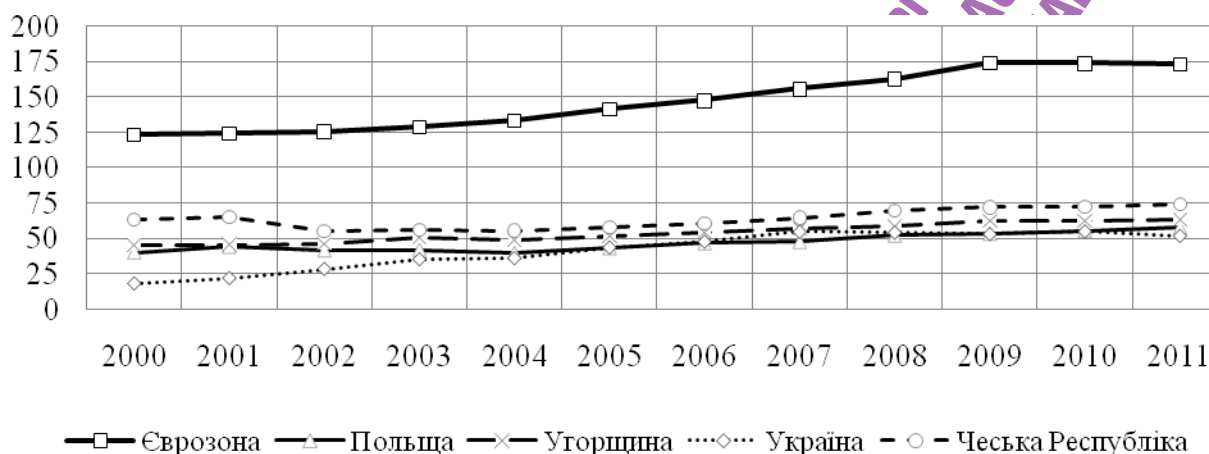
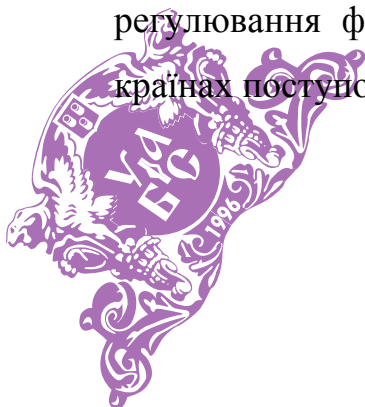


Рис. 3.10 Відношення грошей та квазігрошей (M2) до ВВП європейських країн 2000-2011 рр., %

Джерело: власні розрахунки на основі даних Світового банку [228]

Як видно з рисунку 3.11, обсяг золотовалютних резервів України, починаючи з 2004 року, перевищує встановлену МВФ мінімальну величину (забезпечення імпорту протягом 3-х місяців). Однак останніми роками внаслідок значного тиску на валютний ринок України величина золотовалютних резервів країни поступово знижувалася. Необхідно зазначити, що величина золотовалютних резервів Єврозони в аналізованому періоді жодного разу не покривала обсягу 2 місяців імпорту. Дана ситуація пояснюється тим, що роль золотовалютних резервів як інструменту регулювання фінансового ринку та валютного курсу зокрема в розвинених країнах поступово знижується.



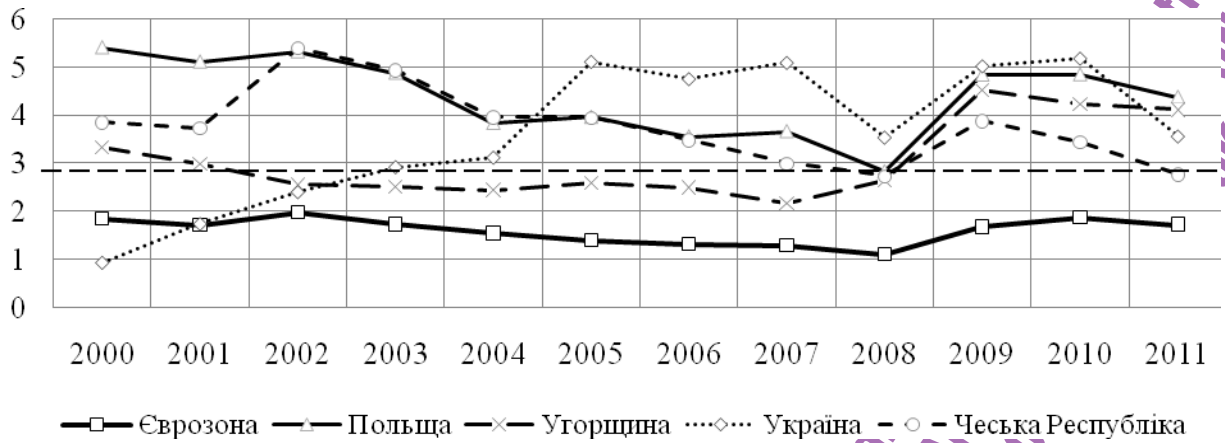


Рис. 3.11 Динаміка зовнішніх резервів європейських країн у 2000-2011 рр., у місяцях імпорту

Джерело: власні розрахунки на основі даних Світового банку [228]

Як зазначалося у підрозділі 2.2, успішність процесу регіональної валютної інтеграції напряму залежить від зниження рівня доларизації економік країн-претендентів. Оцінка поширення валютних операцій у фінансовій системі відповідних країн проводилась на основі аналізу відношення суми зобов'язань банків перед нерезидентами до агрегату М3 (рис. 3.12).

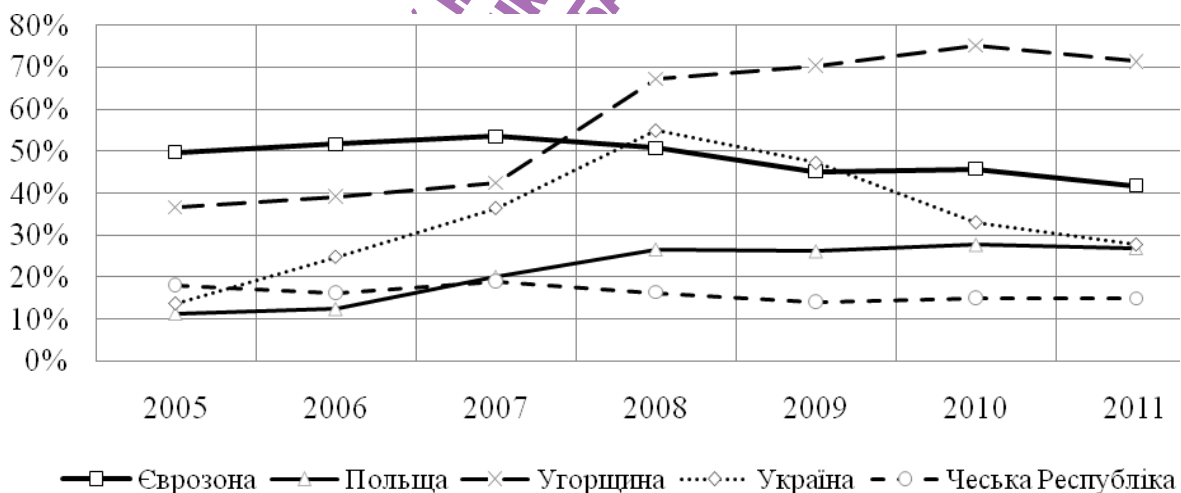


Рис. 3.12 Динаміка відношення суми зобов'язань банків перед нерезидентами до агрегату М3 європейських країн у 2005-2011 рр., %
Джерело: власні розрахунки на основі даних МВФ [226]

Динаміка даного показника відносно України мала тенденцію до зростання у 2005-2008 рр., досягнувши наприкінці періоду значення 55%. Однак внаслідок

розгортання фінансової кризи можливості банків щодо залучення ресурсів із зовнішніх джерел значно скоротилися, внаслідок чого спостерігалось поступове зменшення відношення суми зобов'язань банків перед нерезидентами до агрегату МЗ до 28 %, що відповідає значенню даного показника відносно Польщі. Необхідно зазначити, що у більшості країн, що аналізувалися, динаміка даного показника в останні роки мала тенденцію до зниження. Виключенням є Угорщина, де даний показник зростав протягом усього періоду дослідження і досягнув 71 % за результатами 2011 р.

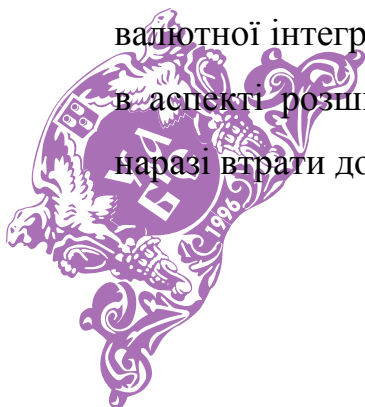
Важливо відмітити, що у структурі зовнішніх зобов'язань банків України переважає долар США, що, на нашу думку, може створити додаткові складнощі у процесі регіональної валютної інтеграції з країнами, що досліджуються.

Таким чином, нами проведено оцінку показників доцільності валютної інтеграції України з країнами Європи (Польщею, Угорщиною та Чеською Республікою), а також перспектив входження України до Єврозони. В узагальненому вигляді результати аналізу наведено у таблиці 3.14.

Отже, за результатами проведених оцінок можна констатувати, що найбільш доцільною є валютна інтеграція України з Єврозоною, дещо в меншій мірі – з Польщею. На нашу думку, валютна інтеграція України з Угорщиною та Чеською республікою є недоцільною та матиме значні негативні наслідки.

Необхідно зазначити, що динаміка найбільш важливих, з нашої точки зору, параметрів конвергенції України з Єврозоною (симетричність шоків, подібність процентних ставок, інфляційна конвергенція, фіскальна інтеграція) наразі залишається несприятливою та може істотно зменшувати потенційні вигоди від валютної інтеграції.

Додатково зазначимо, що у роботі проводився аналіз переваг та недоліків валютної інтеграції України з Єврозоною з точки зору України. На нашу думку, в аспекті розширення Єврозони за рахунок включення до її складу України наразі втрати домінуватимуть над вигодами від інтеграції.



Оцінка критеріїв доцільності валютної інтеграції України з Польщею,

Угорщиною, Чеською Республікою та країнами Євросони

Критерій оптимальності	Євросона	Польща	Угорщина	Чеська Республіка
Розмір економіки	+	+/-	-	-
Подібність економічних структур	+	+	+	+
Мобільність праці	+	+	-	+
Мобільність капіталу	0	+	+	-
Симетричність шоків	-	-	+/-	+/-
Ступінь торгової відкритості економіки	+/-	+	+	+
Ступінь торгової інтеграції	+	+	-	-
Рівень фіскальної інтеграції	+/-	-	-	+/-
Інфляційна конвергенція	-	-	-	-
Подібність процентних ставок	-	-	+/-	-
Волатильність номінального обмінного курсу	+/-	+/-	+/-	+/-
Рівень розвитку банківського сектора	+	-	-	+/-
Рівень розвитку фондового ринку	+	+/-	-	-
Відносний ступінь монетизації ВВП	+	-	-	+/-
Достатність золотовалютних резервів	-	+/-	+/-	-
Рівень доларизації економіки	+/-	-	-	-
Усього позитивних оцінок	9	7	5	5,5
Частка позитивних оцінок, %	56	44	31	34

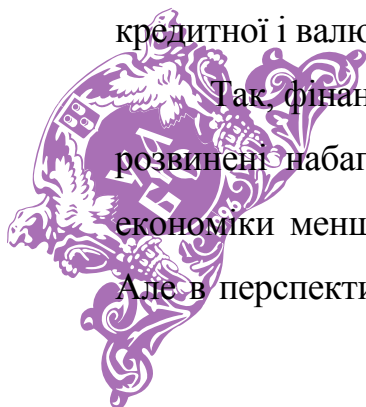
Знак «+» - повна конвергенція; знак «+/-» - часткова конвергенція; знак «-» - відсутність конвергенції; 0 – дані відсутні.

Джерело: власні оцінки

Відомо, що існуючі члени Євросони (особливо Німеччина та Франція) неохоче йдуть на її розширення, оскільки нові країни-члени «розмивають» представництво існуючих членів в Раді керуючих Європейського центрального банку, залучаючись до процесу прийняття рішень щодо проведення грошово-кредитної політики.

Мають місце й інші фундаментальні проблеми, пов'язані з майбутнім приєднанням України до зони євро з точки зору проведення єдиної грошово-кредитної і валютної політики.

Так, фінансові системи країн Центральної та Східної Європи (у т.ч. України) розвинені набагато менше, ніж фінансові системи інших країн Євросони, а їх економіки менш стабільні, хоча зараз і розвиваються більш високими темпами. Але в перспективі необхідність слідування Маастрихтським критеріям чинитиме



тиск у бік посилення грошово-кредитної і бюджетно-податкової політики, що з великою ймовірністю приведе до зниження темпів економічного зростання. Відповідно, вступ цих країн до зони євро чинитиме послаблюючий вплив на курс євро.

Крім того, численні дослідження відзначають, що в країнах Єврозони і Центральної та Східної Європи діють різні механізми передачі сигналів від грошово-кредитної політики до реального сектору економіки. Якщо в країнах Єврозони діють головним чином канали, пов'язані з відсотковою ставкою, то в країнах Центральної та Східної Європи (в силу переважання банківського кредитування, а не фінансування через ринки капіталу) – так званий «кредитний канал». Це означає, що в перспективі єдина грошово-кредитна політика буде по-різному впливати на економіку країн Центральної та Східної Європи та нинішніх членів зони євро, поки рівні розвитку їх фінансових систем поступово не прийдуть у відповідність [262].

Тим не менше, як зазначалося, євроінтеграційний курс України на сьогодні є основним вектором політичної, економічної та соціальної інтеграції. Одну з ключових ролей у зазначених інтеграційних процесах відіграє валютна інтеграція, яка, перш за все, передбачає визначення напрямків розвитку співпраці в монетарній сфері та з питань курсоутворення. Зважаючи на це, пошук альтернативних підходів до реформування валютного регулювання в Україні у контексті можливостей її валютної інтеграції з країнами Європи не втрачає своєї перманентної актуальності.

Стратегічною метою євроінтеграційного курсу України у валютній сфері слугуватиме вступ до Єврозони, передумовою якого є виконання ряду критеріїв, визначених Маастрихтським договором. Задля уникнення рестрикційного впливу на національну економіку, на нашу думку, процес виконання маастрихтських критеріїв повинен відбуватися поетапно. При проектуванні реформи валютного регулювання в Україні доцільно враховувати специфіку вітчизняних економічних процесів, структуру національної банківської системи та фінансового ринку.

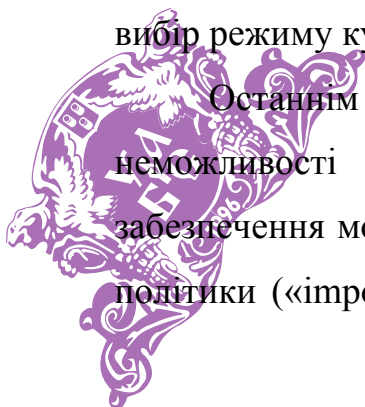


Серед першочергових заходів в сфері валютного регулювання, які повинні передувати процесу введення євро, на нашу думку, доцільно виділити наступні:

- 1) поетапне розширення використання євро у зовнішньоторгівельних операціях України (так, станом на 01.07.2012 року питома вага євро у надходженнях та виплатах за операціями поточного рахунку платіжного балансу України складала відповідно лише 11,4 та 22,8 %, тоді як питома вага долара США складала відповідно 75,5 та 66,2 %);
- 2) створення механізмів, що забезпечують взаємну конверсію гривні та євро, розширення спектру фінансових інструментів в євро;
- 3) підвищення питомої ваги євро в операціях на міжбанківському валютному ринку України;
- 4) нарощення питомої ваги євро в золотовалютних резервах НБУ;
- 5) запровадження прив'язки гривні до кошика валют: долар США та євро (із поступовим нарощенням питомої ваги євро у кошику);
- 6) уніфікація валютного і фінансового законодавства України та Єврозони, гармонізація правил проведення валютних операцій;
- 7) формування єдиного інформаційного простору у валютно-фінансовій сфері;
- 8) поступова повноцінна інтеграція України до платіжної системи Єврозони;
- 9) активізація діяльності органів, що здійснюють міждержавне валютне регулювання.

Окрім перелічених заходів, ключовим питанням реформування валютного регулювання в Україні у контексті її валютної інтеграції з країнами Європи є вибір режиму курсоутворення гривні.

Останнім часом у науковій літературі активно обговорюється доктрина неможливості одночасного підтримання фіксованого обмінного курсу, забезпечення мобільності капіталу і проведення незалежної грошово-кредитної політики («impossible trinity»). Виходячи з чого, достатньо популярною серед



науковців є кутова гіпотеза (corners hypothesis, two corners solution), відповідно до якої вільний рух капіталу залишає лише два можливі варіанти проведення монетарної та валютної політики: плаваючий валютний курс плюс таргетування інфляції чи фіксований валютний курс плюс відмова від управління інфляцією. Усі проміжні системи курсоутворення вважаються нежиттєздатними.

На нашу думку, запровадження першого із розглянутих варіантів проведення монетарної політики України є більш доцільним. Серед основних аргументів на його користь можна виділити наступні:

- 1) Національний банк України оголосив про намір запровадити режим таргетування інфляції;
- 2) перехід на плаваючий валютний курс є одним з основних вимог Міжнародного валютного фонду для продовження співпраці з Україною;
- 3) одним із маастрихтських критеріїв вступу до Євросони є досягнення у країні-претенденті цінової стабільності (рівень інфляції в країні має не більше ніж на 1,5 % перевищувати середній показник інфляції, який досягнуто в трьох країнах ЄС із найнижчими показниками інфляції);
- 4) інші передумови для успішної реалізації національної грошово-кредитної політики з таргетування інфляції при плаваючому курсі у значній мірі ідентичні до передумов для вступу до валютного союзу (послаблення фіскального домінування, посилення пруденційного регулювання та нагляду за фінансовими ринками, забезпечення гнучкості ринку праці, висока міжнародна мобільність факторів виробництва, значна торговельна інтеграція);
- 5) наявність позитивних прикладів застосування даного варіанту проведення монетарної політики як перехідного до вступу до ЄС та Євросони (наприклад, Польща Чехія та Угорщина).

З іншого боку, як зазначалося у підрозділі 2.2 дисертаційної роботи, одним із критеріїв вступу до Євросони також є досягнення курсової стабільності в країні-претенденті. Таким чином, на нашу думку, в контексті євроінтеграційний вектору України режим вільно плаваючого валютного курсу



у поєднанні з таргетуванням інфляції може розглядатися лише як проміжний, основною метою запровадження якого виступатиме поступове паралельне посилення номінальної і реальної конвергенції України з країнами Єврозони. З часом задля виконання критерію курсової стабільності необхідним буде перехід до режиму цільові зони (підтримання коливань у межах 2,25 % навколо центрального паритету), що супроводжуватиметься введенням режиму безповоротної фіксації курсу гривні до євро (у випадку входження України до Єврозони).

На нашу думку, з урахуванням реалій функціонування економіки України (слабкість трансмісійних каналів монетарної політики, значна доларизація економіки, відсутність достатнього ступеню довіри до НБУ внаслідок довгого періоду інфляції, несуттєва глибина валютного ринку тощо) запровадження режиму вільно плаваючого курсу гривні є недоцільним. З іншого боку, введення проміжного режиму курсоутворення буде дисонувати з постулатами кутової гіпотези. Однак необхідно зазначити, що емпіричні дослідження Дж.А. Франкеля [263] свідчать, що де-факто у значній кількості країн запроваджено проміжні режими валютного курсоутворення і на практиці дані режими не є зникаючими та такими, що витісняються «кутовими» режимами. Крім того, у зазначеній роботі теоретично доведено, що модель підтвердження кутової гіпотези наразі не створено і дана гіпотеза залишається лише гіпотезою.

Зазначене посилює актуальність проектування для України системи проміжного режиму курсоутворення, якою, на наш погляд, може виступити система типу ВВС (basket-band-crawl) з параметрами, модифікованими з урахуванням специфіки функціонування вітчизняної економіки.

Виходячи з назви, основними параметрами такої системи є:

- 1) кошик валют (basket), до якого прив'язується курс національної валюти;
- 2) діапазон (band) зміни валютного курсу навколо центрального паритету, в рамках якого не здійснюватимуться валютні інтервенції;



3) режим зміни центрального паритету та визначеного діапазону коливань валютного курсу навколо нього (crawl) в залежності від змін макроекономічних показників функціонування економіки країни.

На практиці до структури кошику валют найчастіше включають валюти країн – основних торговельних партнерів пропорційно їх частці в обсягах зовнішньоторговельних операцій країни. Це дозволяє досягти більшої стабільності відносних цін вітчизняних та світових благ. Станом на 01.07.2012 року в структурі зовнішньої торгівлі товарами та послугами України частка Російської Федерації складала 29,5 %, країн ЄС – 24,3 %.

Враховуючи структуру зовнішньої торгівлі товарами та послугами України, а також діючий режим прив'язки валютного курсу гривні до долара США, на нашу думку, доцільним є запровадження прив'язки гривні до кошика валют «долар США плюс євро» із поступовим нарощенням питомої ваги євро у кошику.

Наявність чітко визначеного діапазону зміни валютного курсу навколо центрального паритету, з одного боку, грає роль стабілізатора очікувань економічних суб'єктів, а з іншого – створює додаткові загрози проведення спекулятивних атак. На нашу думку, виходячи з прийнятого Україною вектору на запровадження вільного плавання курсу гривні, доцільним є поступове збільшення діапазону дозволених коливань навколо паритетного курсу відносно кошику валют (до 10 %). Встановлення достатньо широкого діапазону коливань валютного курсу, характеризується низкою переваг, оскільки дозволяє:

- скористатися перевагами плаваючого валютного курсу та надати гнучкості грошово-кредитній політиці;
- формувати економічні очікування;
- обмежити масштаби та частоту валютних інтервенцій, а відповідно – заощадити золотовалютні резерви;



– надати помірного ступеню невизначеності валютно-курсовій динаміці, що дестимулюватиме спекулятивну активність та сприятиме зниженню рівня доларизації економіки;

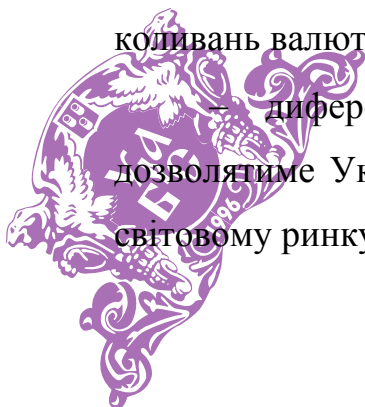
– знижуватиме загрози проведення спекулятивних атак, спрямованих на прорив валютним курсом встановленого діапазону.

Також параметрами системи курсоутворення доцільно передбачити можливість зміни центрального паритету та визначеного діапазону коливань валютного курсу навколо нього в залежності від змін макроекономічних показників функціонування економіки України та під впливом масованих спекулятивних атак.

Так, наприклад, функціонування механізму валютних курсів 2 (ERM II) допускає короткострокове пониження і більш тривале підвищення обмінного курсу національної валюти поза межами діапазону в 2,25 %, але не більше, як на 15 % від паритетного курсу. У даному випадку Європейський центральний банк аналізує диференціали короткострокових процентних ставок країни-претендента відносно зони євро, об'єктивні можливості країни щодо здійснення валютних інтервенцій з метою підтримання стабільності валютного курсу, а також амплітуду відхилення обмінного курсу від свого паритетного курсу по відношенню до євро. Європейський центральний банк також розглядає стійкість валютного курсу країни шляхом дослідження динаміки двостороннього реального та ефективного обмінного курсу, тенденцій в платіжному балансі, еволюції валовий зовнішнього боргу держави-претендента та її чистої міжнародної інвестиційної позиції.

На нашу думку, основними факторами, що доцільно врахувати при визначенні режиму зміни центрального паритету та визначеного діапазону коливань валютного курсу, є наступні:

– диференціал цін вітчизняних благ відносно зарубіжних аналогів, що дозволить Україні підтримувати певний рівень конкурентоспроможності на світовому ринку;



- рівень золотовалютних резервів, що дозволяє запобігти їх надмірному виснаженню;
- інфляційний диференціал;
- характер динаміки валютного курсу, що дозволить ідентифікувати факт проведення валютних спекуляцій;
- тенденцій в платіжному балансі.

Таким чином, нами розроблено систему першочергових заходів в сфері валютного регулювання, які повинні передувати процесу введення в Україні євро.

Запропоновано систему проміжного режиму курсоутворення гривні, яка передбачає, зокрема: 1) прив'язку гривні до бівалютного кошика (долар США та євро) із поступовим нарощенням питомої ваги євро у кошику; 2) поступове збільшення діапазону дозволених коливань курсу гривні навколо паритетного курсу відносно кошику валют до 10 %; 3) режим зміни центрального паритету та збільшення діапазону коливань валютного курсу навколо нього (до 15 %) в залежності від змін диференціал цін вітчизняних благ відносно зарубіжних аналогів, рівня золотовалютних резервів, інфляційного диференціалу, характеру динаміки валютного курсу, тенденцій в платіжному балансі країни. Запропонована система курсоутворення узгоджується з вимогами щодо євроінтеграційного курсу України та дозволяє здійснювати інфляційне таргетування.

Висновки до розділу 3

1. Для визначення напрямків розвитку валютного регулювання, у контексті інтеграції України з країнами СНД, досліджено внутрішню логіку процесу економічної інтеграції даних країн на основі аналізу стадій економічної та етапів валютної інтеграції. Зроблено висновок, що найбільші країни СНД (Росія, Казахстан та Білорусія), які розглядаються нами як потенційні партнери України у регіональній валютній інтеграції, протягом

посткризового періоду (2009-2011 роки) пройшли дві стадії економічної інтеграції: створення зони вільної торгівлі та формування митного союзу. Станом на кінець 2012 року вони перебувають на стадії створення спільного ринку та задекларували необхідність формування економічного союзу.

2. Паралельно з процесом економічної інтеграції у даних країнах також відбувається валютна інтеграція: реалізовано перші два етапи передбачених Концепцією співробітництва та координації діяльності у валютній сфері. На даний момент Росія, Казахстан та Білорусія перебувають на початковій стадії реалізації заходів передбачених третім етапом, який повинен завершитись досягненням домовленості про валюту колективного користування, тобто фактичним створенням валютного союзу.

3. Україна пройшла лише першу стадію економічної інтеграції – підписала та ратифікувала договір про зону вільної торгівлі. Щодо валютної інтеграції, то Україна лише частково реалізувала заходи передбачені першим етапом Концепції: впроваджені розрахунки за імпортований з Росії газ у рублях, а також визначено пільгові нормативи обов'язково резервування за операціями у російських рублях.

4. Підсумовуючи дослідження перспектив розвитку валютного регулювання, сформульовано висновок щодо не доцільності реалізації рішучих заходів з посилення участі України у економічній та валютній інтеграції країн СНД у короткостроковому періоді (до одного року). Даний висновок обумовлюється істотним відставанням України від Росії, Казахстану та Білорусії у процесі формування регіонального інтеграційного утворення. На даному етапі інтеграції для України можливий лише сценарій приєднання до існуючих договорів, що унеможливило б внесення поправок до діючої законодавчої бази міждержавних утворень. Як наслідок, мінімізуються можливості нашої держави для формування сприятливих для себе умов входження у інтеграційні утворення в цілому та у сфері валютних відносин зокрема.

5. На користь виваженого підходу до валютної інтеграції з країнами СНД також свідчать результати порівняльного аналізу валютного законодавства.

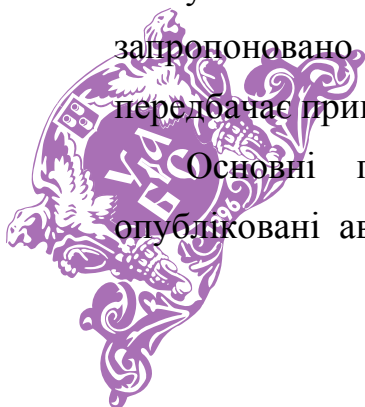


Валютна інтеграція обумовить необхідність перегляду значної кількості положень Декрету КМУ №15-93.

6. Альтернативним напрямком економічної та валютної інтеграції для України є зближення з країнами Європейського Союзу. На користь даного напрямку свідчить вищий соціально-економічний та політичний розвиток даних держав. Крім того, Україна знаходиться на завершальній фазі підписання Угоди про асоціацію з Європейським Союзом, яка передбачає створення зони вільної торгівлі. Положеннями даної угоди також передбачається максимально глибока економічна інтеграція на основі домовленостей в рамках двосторонніх переговорів з ЄС щодо вступу України до СОТ. У дисертаційному дослідженні проаналізовано економічну доцільність валютної інтеграції України з Польщею, Угорщиною та Чеською Республікою. Перелічені країни входять до складу Європейського союзу, однак наразі планують введення євро лише у середньостроковій перспективі. Також автором вивчались перспективи входження України до Єврозони. За результатами проведених оцінок можна констатувати, що найбільш доцільною є валютна інтеграція України з Єврозоною, дещо в меншій мірі – з Польщею. Валютна інтеграція України з Угорщиною та Чеською республікою є недоцільною та матиме значні негативні наслідки.

7. Розроблено систему першочергових заходів у сфері валютного регулювання, які повинні передувати процесу введення в Україні євро. Серед даних заходів доцільно виділити наступні: поетапне розширення використання євро у зовнішньоторговельних операціях та в операціях на міжбанківському валютному ринку; нарощення питомої ваги євро в золотовалютних резервах НБУ; уніфікація валютного і фінансового законодавства України та Єврозони; формування єдиного інформаційного простору у валютно-фінансовій сфері; поступова інтеграція України до платіжної системи Єврозони. Також запропоновано систему проміжного режиму курсоутворення гривні, яка передбачає прив'язку гривні до бівалютного кошика.

Основні положення третього розділу дисертаційного дослідження опубліковані автором у роботах: [256, 257, 258, 259].



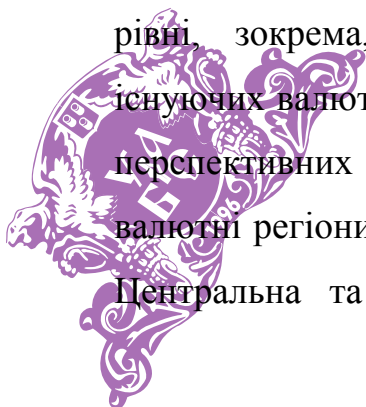
ВИСНОВКИ

У дисертації наведено теоретичне обґрунтування і запропоновано нове вирішення наукового завдання, що виявляється у визначенні шляхів удосконалення системи валютного регулювання в Україні на основі дослідження потенційних напрямків регіональної валютної інтеграції держави.

Основні висновки виконаного дисертаційного дослідження полягають у наступному:

1. З метою комплексного дослідження процесу валютної інтеграції обґрунтовано доцільність виділення трьох рівнів валютної інтеграції: глобального (світові валютні системи), регіонального (між групою держав) та мікроекономічного (на рівні окремих суб'єктів господарювання або їх груп). Для уточнення особливостей протікання процесу валютної інтеграції на регіональному рівні досліджено взаємозв'язки між визначеними рівнями валютної інтеграції. Встановлено, що цілі, порядок формування та функціонування регіональних інтеграційних утворень безпосередньо залежить від діючої валютної системи. З іншого боку, валютне співробітництво на мікроекономічному рівні є передумовою для інтенсифікації регіональної валютної інтеграції. Проведений порівняльний аналіз рівнів валютної інтеграції за: учасниками, строками функціонування, цілями та способами формалізації; підтверджує висновки щодо виявлених взаємозв'язків між рівнями валютної інтеграції.

2. Проведено дослідження досвіду валютної інтеграції на регіональному рівні, зокрема, узагальнено параметри функціонування основних форм існуючих валютних зон та союзів, а також проаналізовано напрямки створення перспективних валютних союзів. За результатами аналізу виділено наступні валютні регіони: Євразія; Східна, Центральна та Південна Африка; Північна, Центральна та Латинська Америка; Карибський басейн; Перська затока;



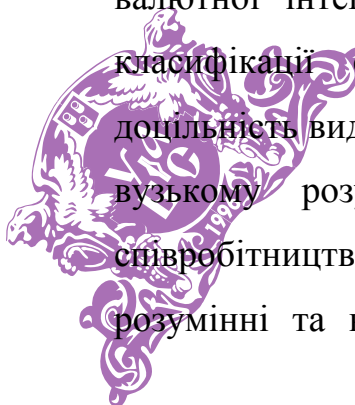
Південно-Східна Азія; Австралія та Океанія. Пожвавлення процесів валютної інтеграції спостерігається також на пострадянському просторі.

3. Вивчено основні етапи процесу валютно-фінансової інтеграції в Європі: починаючи з підписання Римського договору про заснування Європейського економічного співтовариства у березні 1957 р. і закінчуючи розширенням Єврозони у 2011 році. Доведено, що дана модель регіональної валютної інтеграції є найбільш відомою та успішною і виступає каталізатором процесів валютної інтеграції у різних регіонах світу.

4. Визначено фактори, які сприяють успішному розвитку процесів регіональної валютної інтеграції: глибока економічна інтеграція країн-учасниць, наявність політичної волі, наявність спільних державних кордонів, ефективна наднаціональна інституційна основа, розвиненість банківського сектору. Доведено, що валютні відносини, виходячи з їх економічної природи, перебувають у безпосередньому діалектичному взаємозв'язку з процесами фінансової глобалізації та інтеграції.

5. Встановлено, що напрямки розвитку валютного регулювання в Україні протягом останніх років переважно визначались циклічністю розвитку макроекономічних параметрів: у передкризовий період переважали тенденції щодо лібералізації процесів регулювання валютних відносин, під час загострення фінансової кризи заходи НБУ спрямовувались на посилення регулятивного впливу на валютні операції, протягом посткризового періоду спостерігається тенденція до поступової дерегуляції валютних відносин в Україні.

6. Визначено напрямки удосконалення класифікації видів регіональної валютної інтеграції на основі використання у якості основного критерію класифікації систематизованих автором форм інтеграції. Обґрунтовано доцільність виділення двох історичних форм (валютний блок та валютна зона у вузькому розумінні) та чотирьох сучасних форм. (платіжний союз, співробітництво зі стабілізації обмінних курсів, валютну зону у широкому розумінні та валютний союз). У якості додаткових критеріїв класифікації

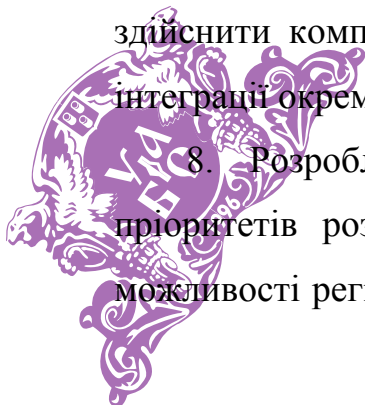


запропоновано враховувати: ступінь законодавчого закріплення, наявність міжнародних угод, наявність лідера, кількість країн, географічну близькість, регіон, етапи реалізації, наявність спільної валюти, цілі створення та період створення.

6. Обґрунтовано підходи до вивчення переваг та недоліків регіональної валютної інтеграції шляхом їх аналізу у розрізі макроекономічних та мікроекономічних чинників, а також вивчення впливу зовнішніх ефектів. До основних економічних вигод від регіональної валютної інтеграції віднесено: 1) зростання макроекономічної стабільності; 2) підвищення мікроекономічної ефективності; 3) прояв позитивних зовнішніх ефектів. Більшість переваг створення валютного союзу обумовлюються позитивним впливом збільшення обсягів внутрішніх товарних та фінансових ринків, а також частковим нівелюванням валютних ризиків. До основних економічних втрат від вступу країни до валютного союзу можна віднести: втрату незалежності у валютній та монетарній політиках; зниження гнучкості реальних обмінних курсів; поглиблення диференціації рівня добробуту між країнами; організаційні складності здійснення операцій економічними агентами; прояв негативних зовнішніх ефектів пов'язаних з проблемами у проведенні скоординованої економічної політики.

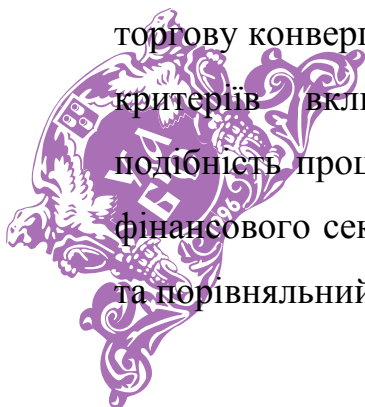
7. У роботі уточнено класифікацію та надано розгорнуту характеристику методам оцінки доцільності регіональної валютної інтеграції шляхом виділення традиційних та нетрадиційних, формалізованих та неформалізованих методів аналізу номінальної, реальної та структурної конвергенції. На основі критичного аналізу існуючих підходів до кількісної оцінки критеріїв оптимальної валютної зони, запропоновано систему показників, що дозволяє здійснити комплексну оцінку економічної доцільності регіональної валютної інтеграції окремої країни.

8. Розроблено науково-методичний підхід до аналізу стратегічних пріоритетів розвитку валютного регулювання, який ґрунтується на оцінці можливості регіональної валютної інтеграції держави та передбачає реалізацію



трьох етапів: визначення альтернативних напрямків регіональної валютної інтеграції; формування набору показників та оцінка доцільності регіональної валютної інтеграції; обґрунтування стратегічних напрямків розвитку валютного регулювання. На першому етапі вирішуються два взаємопов'язані завдання: визначення в узагальненому вигляді актуальних напрямків валютної інтеграції та уточнення даних напрямків шляхом обґрунтування переліку країн-потенційних учасників інтеграційного утворення. Перше завдання вирішується на основі загального аналізу економічних та політичних передумов інтеграції, друге – шляхом визначення переліку країн, які можуть вважатись основними торговими партнерами України та його подальшого звуження на основі застосування формально-логічного аналізу. Другий етап передбачає формування набору показників оцінки доцільності регіональної валютної інтеграції. Дане завдання вирішувалось шляхом узагальнення критеріїв розроблених у межах теорії оптимальних валютних зон, а також врахування обґрунтованих автором особливостей протікання процесів валютної інтеграції у країнах, що розвиваються. На третьому етапі відбувається визначення стратегічних напрямків розвитку валютного регулювання за двома основними напрямками: реформування організаційно-правових аспектів та зміна режиму курсоутворення.

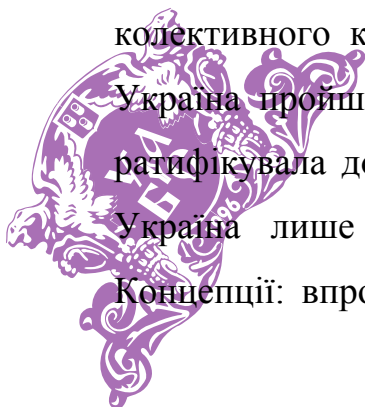
9. Запропоновано методичні підходи до формування інструментарію оцінки доцільності регіональної валютної інтеграції шляхом обґрунтування набору макроекономічних та фінансових показників оцінки номінальної, реальної та структурної конвергенції економік країн. До основних макроекономічних критеріїв віднесено: розмір та диверсифікацію економіки, мобільність факторів виробництва, симетричність макроекономічних шоків та торгову конвергенцію (обсяги та структура зовнішньої торгівлі). До фінансових критеріїв включено: фіскальну інтеграцію, інфляційну конвергенцію, подібність процентних ставок, достатність золотовалютних резервів, розвиток фінансового сектору та валютну конвергенцію (поширення валютних операцій та порівняльний аналіз динаміки валютних курсів).



10. За результатами аналізу макроекономічних критеріїв, зроблено висновок щодо найбільшої невідповідності між досліджуваними країнами СНД у розрізі показників симетричності макроекономічних шоків та мобільності капіталу. За критеріями фінансової конвергенції найкраща ситуація спостерігається у фінансових секторах Росії та Казахстану (частка позитивних оцінок становила понад 80%). Аналіз фінансових критеріїв конвергенції Білорусії засвідчив, що істотна розбалансованість параметрів фінансового ринку даної країни може спричинити істотні проблеми для потенційних учасників валютного союзу. У цілому, переважають показники які свідчать про наявність макроекономічних та фінансових передумов для валютної інтеграції України з країнами СНД які створили Митний Союз (Російська Федерація, Білорусія та Казахстан).

11. У роботі проаналізовано стадії економічної та етапи валютної інтеграції країн СНД. Зроблено висновок, що найбільші країни СНД (Росія, Казахстан та Білорусія), які розглядаються нами як потенційні партнери України у регіональній валютній інтеграції, протягом посткризового періоду (2009-2011 рр.) пройшли дві стадії економічної інтеграції: створення зони вільної торгівлі та формування митного союзу. Станом на кінець 2012 року вони перебувають на стадії створення спільного ринку та задекларували необхідність формування економічного союзу. Паралельно з процесом економічної інтеграції також відбувається валютна інтеграція: реалізовано перші два етапи передбачених Концепцією співробітництва та координації діяльності у валютній сфері. На даний момент Росія, Казахстан та Білорусія перебувають на початковій стадії реалізації заходів передбачених третім етапом, який повинен завершитись досягненням домовленості про валюту колективного користування, тобто фактичним створенням валютного союзу.

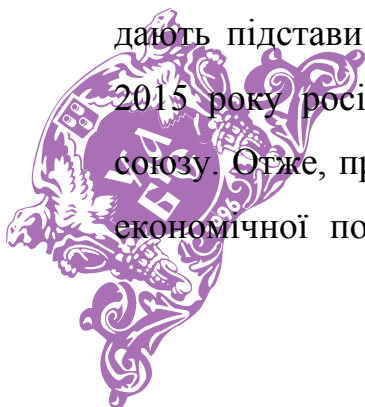
Україна пройшла лише першу стадію економічної інтеграції – підписала та ратифікувала договір про зону вільної торгівлі. Щодо валютної інтеграції, то Україна лише частково реалізувала заходи передбачені першим етапом Концепції: впроваджені розрахунки за імпортований з Росії газ у російських



рублях та визначено пільгові нормативи обов'язково резервування за операціями у рублях.

12. Зроблено висновок, що на короткостроковому часовому горизонті реалізація рішучих заходів щодо посилення участі України у економічній та валютній інтеграції країн СНД буде контрпродуктивною з економічної точки зору. Даний висновок обумовлюється істотним відставанням України від Росії, Казахстану та Білорусії у процесі формування регіонального інтеграційного утворення. На даному етапі інтеграції для України можливий лише сценарій приєднання до існуючих договорів, що унеможливило внесення поправок до діючої законодавчої бази міждержавних утворень. Як наслідок, мінімізуються можливості нашої держави для формування сприятливих для себе умов входження у інтеграційні утворення в цілому та у сфері валютного регулювання зокрема. На користь виваженого підходу до валютної інтеграції з країнами СНД також свідчать результати порівняльного аналізу валютного законодавства: валютна інтеграція обумовить необхідність перегляду значної кількості положень Декрету Кабінету Міністрів України «Про систему валютного регулювання та валютного контролю». Як наслідок, необхідно буде додатково проаналізувати переваги та недоліки реформування валютного законодавства для резидентів України, а також передбачити перехідний період для адаптації юридичних та фізичних осіб до нових умов здійснення валютних операцій.

13. Аналіз інституційних засад функціонування наднаціональних органів інтеграційних утворень країн СНД засвідчив, що абсолютна більшість повноважень даних органів зосереджена у представників Росії. Результати вивчення міждержавних нормативних актів у сфері валютного регулювання дають підстави для висновку, що досить ймовірним сценарієм є введення до 2015 року російського рубля як єдиної валюти Євразійського економічного союзу. Отже, проглядаються наміри Росії отримати всю повноту влади у сфері економічної політики та валютного регулювання інтеграційного утворення.



Таким чином, при форсуванні інтеграційних процесів Україна може втратити свій економічний суверенітет.

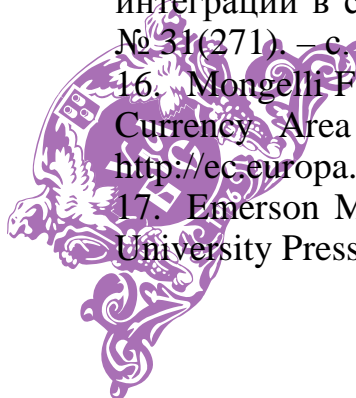
14. У роботі досліджено економічну доцільність валютної інтеграції України з Польщею, Угорщиною та Чеською Республікою. Зазначені країни входять до складу Європейського союзу, однак планують введення євро лише у середньостроковій перспективі. Також автором вивчались перспективи входження України до Єврозони. За результатами проведених оцінок можна констатувати, що найбільш доцільною є валютна інтеграція України з Єврозоною, дещо в меншій мірі – з Польщею. Валютна інтеграція України з Угорщиною та Чеською республікою є недоцільною та матиме значні негативні наслідки.

15. Автором розроблено систему першочергових заходів у сфері валютного регулювання, які повинні передувати введенню в Україні євро. Серед даних заходів доцільно виділити наступні: поетапне розширення використання євро у зовнішньоторговельних операціях та в операціях на міжбанківському валютному ринку; нарощення питомої ваги євро в золотовалютних резервах НБУ; уніфікація валютного і фінансового законодавства України та Єврозони; формування єдиного інформаційного простору у валютно-фінансовій сфері; поступова інтеграція України до платіжної системи Єврозони. Також запропоновано систему проміжного режиму курсоутворення гривні, яка передбачає її прив'язку до бівалютного кошика (долар США та євро) та поступове збільшення діапазону коливань курсу гривні до 10-15%. Дана система курсоутворення узгоджується із зафіксованими у національному законодавстві вимогами щодо євроінтеграційного курсу України та дозволяє здійснювати інфляційне таргетування.

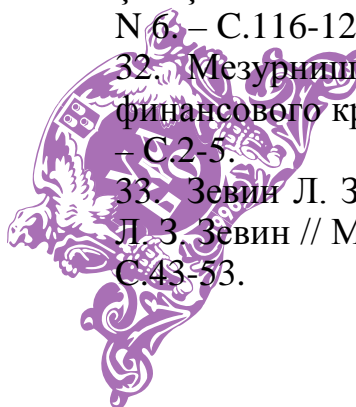


СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

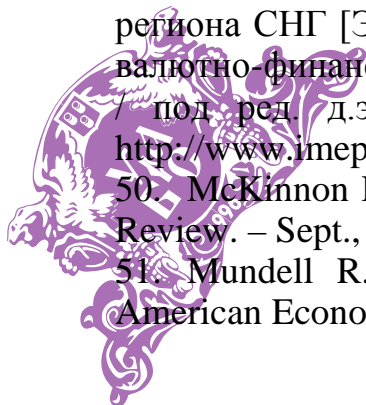
1. Brocker J. Interregional Trade and Economic Integration: a Partial Equilibrium Analysis / J. Brocker // Regional Science and Urban Economics. – 1988. – № 18. – P.261–281.
2. Viner J. The Customs Union Issue / J. Viner. – New York : Carnegie Endowment for International Peace, 1950. – 210 p.
3. Viner J. The Economics of Customs Unions, Penguin Modern Economics Reading / J. Viner // Robson P. (ed.) International Economic Integration. – Middlesex: Penguin Books Lmt., 1972. – P. 31-46.
4. Myrdal G. An International Economy: Problems and Prospects / G. Myrdal. – New York : Harper & Row Publishers, 1956. – 598 p.
5. Tinbergen J. International Economic Integration / J. Tinbergen. – Amsterdam : Elsevier Publishing Company, 1965. – 481 p.
6. Johnson H.G. The Gains from Freer Trade with Europe: An Estimate, Penguin Modern Economics Reading / H.G. Johnson // Robson P. (ed.) International Economic Integration. – Middlesex : Penguin Books Lmt., 1972. – P. 340-347.
7. Machlup F. A History of Thought on Economic Integration / F. Machlup // Machlup F. (ed.) Economic Integration Worldwide, Regional, Sectoral. – The MacMillan Press Lmt., 1976. – P. 61-85.
8. Balassa B. Types of Economic Integration / B. Balassa // Machlup F. (ed.) Economic Integration Worldwide, Regional, Sectoral. – The MacMillan Press Lmt., 1976. – P. 17-31.
9. Kenen P. International Capital Movements and the Integration of Capital Markets / P. Kenen // Machlup F. (ed.) Economic Integration Worldwide, Regional, Sectoral. – The MacMillan Press Lmt., 1976. – P. 86-102.
10. Flam H. Product Markets and 1992: Full Integration, Large Gains / H. Flam // Journal of Economic Perspectives. – 1992. – Vol.6, No.4, (Fall). – P.7-30.
11. Большой экономический словарь / Под. Ред. А.Н. Азрилияна. – 4-е изд., доп. и перераб. – М.: Институт новой экономики, 1999. – 1248 с.
12. Economic integration [Electronic Resource]. – Access : http://en.wikipedia.org/wiki/Economic_integration.
13. Словарь современных экономических и правовых терминов / под ред. В.Н. Шимова и В.С. Каменкова – Минск : Алфея, 2002. – 816 с.
14. Чаплыгин В.Г. Международная валютная интеграция: опыт, проблемы, перспективы: монография / В.Г. Чаплыгин. – Калининград : Балтийский институт экономики и финансов, 2005. – 146 с.
15. Кодзасова А.А. Возможные сценарии развития валютно-финансовой интеграции в странах СНГ / А.А. Кодзасова // «Финансы и кредит». – 2007. – № 31(271). – с. 52-68.
16. Mongelli F. P. European Economic and Monetary Integration, and the Optimum Currency Area Theory [Electronic Resource] / F. P. Mongelli. – Access : http://ec.europa.eu/economy_finance/publications.
17. Emerson M. One Market, One Money / M. Emerson, D. Gros et al. – Oxford University Press, 1992. – 617 p.



18. Hughes Hallett A. West Germany and their Mezzogiorno Problem / A. Hughes Hallett, Y. Ma // CEPR Discussion Paper. –1993. – № 632. – P. 59-86.
19. Пищик В.Я. Европейская конституция и ее роль в валютной интеграции / В.Я. Пищик // Мировая экономика и международные отношения. – 2005. – № 1. – С. 66–74.
20. Проблеми реформування банківської системи України в контексті європейської інтеграції: Інформаційно-аналітичні матеріали. Вип. 8 / В.І. Міщенко, А.В Шаповалов, В.В. Крилова, В.В. Ващенко, Н.В. Грищук та інші – К. : Національний банк України. Центр наукових досліджень. 2007. – 266 с.
21. Любский М.С. Возможности использования коллективной валюты в интеграционных объединениях стран СНГ / М.С. Любский [Электронный ресурс] // Противоречия процессов валютно-финансовой интеграции в регионе СНГ : Материалы «круглого стола» / под ред. д.э.н., Б. А. Хейфеца. – Москва, 2005. – Режим доступа : <http://www.imeri-eurasia.ru/baner/CIS.doc>.
22. Евстигнеев В.Р. Финансовый рынок в переходной экономике / В.Р. Евстигнеев. – М. : Эдиторал УРСС, 2000. – 182 с.
23. Економічна енциклопедія: в 3 т.– К. : Видавничий центр «Академія», 2000. – Т.1 – 864 с.
24. Boughton J. The CFA Franc: Zone of Fragile Stability in Africa / J. Boughton // Finance and Development. – Dec 1992. – Vol. 29. – P. 34-36.
25. Frankel J. No Single Currency Regime is Right For All Countries or at All Times [Electronic Resource] / J. Frankel. – September, 1999. – NBER working paper series. – Access : <http://www.nber.org/papers/w7338>.
26. Frankel J. The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criterion / J. Frankel, A. Rose // The Economic Journal. – Jul 1998. – Vol. 108 (449). – P. 1009-1025.
27. Kindleberger C. A Financial History of Western Europe / C. Kindleberger. – Oxford : Oxford University Press, 1993. – 524 p.
28. Борисов А.Б. Большой экономический словарь / А.Б. Борисов ; 2-е изд., доп.и перераб. – М. : Книжный мир, 2007. – 860 с.
29. Райзберг Б.А. Современный экономический словарь / Б.А. Райзберг, Л.Ш. Лозовский, Е.Б. Стародубцева. – 4-е изд., перераб. и доп. – М. : ИНФРА-М, 2004. – 480 с.
30. Почепецька А. І. Ретроспективний аналіз процесів функціонування валютних систем та валютних зон / А. І. Почепецька // Економіка. Фінанси. Право. – 2009. – N 12. – С. 23-29.
31. Булатова Е.В. Эволюция и современные формы развития процессов региональной валютной интеграции / Е.В. Булатова, Т.В. Марена // Buletinul Științific al Universității de Stat „Bogdan Petriceicu Hasdeu” din Cahul. – 2011. – N 6. – С.116-127.
32. Мезурнишвили И.У. Развитие валютной интеграции в условиях мирового финансового кризиса / И.У. Мезурнишвили // Банковские услуги. – 2009. – N11. – С.2-5.
33. Зевин Л. З. Глобализм и регионализм в контексте экономического роста / Л. З. Зевин // Мировая экономика и международные отношения. – 2009. – N 6. – С.43-53.



34. Буторина О.В. Международные валюты: интеграция и конкуренция / О.В. Буторина. – М.: Деловая литература, 2003. – 367 с.
35. Kenen P. B. Currency Areas, Policy Domains, and the Institutionalization of Fixed Exchange Rates [Electronic Resource] / P. B. Kenen. – Access : <http://ideas.repec.org/r/cep/cepdp/dp0467.html>.
36. Хомякова Л.И. О развитии платежно-расчетной системы Межгосударственного банка [Электронный ресурс] / Л.И. Хомякова // Аналитические материалы группы по вопросам валютно-финансового сотрудничества и валютной интеграции в СНГ. – Режим доступа : <http://www.strategy2020.rian.ru/load/366079193>.
37. Шагалов Г. Вызовы в области валютно-финансовой интеграции государств СНГ [Электронный ресурс] / Г. Шагалов. – Режим доступа : www.iep.ru/files/text/confer/2004_09_13-14/shagalov_ru.pdf.
38. Люкевич И. Н. Мировая денежная система как совокупность валютных регионов / И. Н. Люкевич // Мировая экономика. – 2011. – № 10. – С. 67-81.
39. Соглашение о создании Платежного союза государств-участников Содружества Независимых Государств [Электронный ресурс]. – Москва, 21 октября 1994 года. – Режим доступа : http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/997_387.
40. Блэк Дж. Экономика. Толковый словарь / Дж. Блэк ; общая редакция: д.э.н. Осадчая И.М. – М. : «ИНФРА-М», 2000. – 840 с.
41. Финансовый словарь «Финам» [Электронный ресурс]. – Режим доступа : http://dic.academic.ru/dic.nsf/fin_enc/27079.
42. Юридический словарь [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.misteradvokat.ru/p.html>.
43. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения: учебник / под ред. Л.Н. Красавиной. – М.: Финансы и статистика, 1994. – 592 с.
44. Ситорян С.И. Возможные пути интеграции стран СНГ в денежно-кредитной сфере / С.И. Ситорян // Общество и экономика. – 1998. – № 6. – С. 21-35.
45. Енциклопедія банківської справи України / Редкол. : В.С. Стельмах (голова) та ін. – К. Молодь, Ін Юре, 2001. – 680 с.
46. Экономическая энциклопедия. Политическая экономия: Т. 1/ Гл. ред. А.М. Румянцев – М.: «Советская энциклопедия», 1972. – 560 с.
47. Фрей Л.И. Валютные и финансовые расчёты капиталистических стран / Л.И. Фрей. – М. : Международные отношения, 1969. – 304 с.
48. Hayek F.A. Denationalisation of Money – The Argument Refined / F.A. Hayek. – London : Institute of Economic Affairs, 1990. – 70 p.
49. Либман А.М. Валютная конкуренция: проблемы и возможности для региона СНГ [Электронный ресурс] / А.М. Либман // Противоречия процессов валютно-финансовой интеграции в регионе СНГ : Материалы «круглого стола» / под ред. д.э.н., Б. А. Хейфеца. – Москва, 2005. – Режим доступа : <http://www.imeri-eurasia.ru/baner/CIS.doc>
50. McKinnon R. Optimum Currency Areas / R. McKinnon // American Economic Review. – Sept., 1963. – P. 717-725.
51. Mundell R.A. A Theory of Optimum Currency Areas / R.A. Mundell // American Economic Review. – 1961. – Vol. 51. – P. 657-665.



52. Мочерний С. В. Економічна теорія: навч. посіб. / С. В. Мочерний. – 4-те вид., стереотип. – К. : ВЦ «Академія», 2009. – 640 с.
53. Rose A. K. Currency Unions [Electronic Resource] / A. K. Rose. – Access : <http://www.faculty.haas.berkeley.edu/arose/Palgrave.pdf>.
54. Alesina A. Optimum Currency Areas / A. Alesina, R. Barro and S. Tenreiro // NBER Working Paper. – 2002. – № 9072. – 49 p.
55. Словарь современной экономической теории Макмиллана. – М.: ИНФРА-М, 1997. – 608 с.
56. Gerardin H. La Zone Franc / H. Gerardin. – Paris : l'Harmattan, 1989. – 214 p.
57. Colombatto E. The Birth and Failure of the EMU Project / E. Colombatto // Journal des Economistes et des Etudes Humaines. – Juin-Septembre 1998. – Vol. 8, 2/3. – P. 219-238.
58. Buitter W. The EMU and the NAMU: What is the Case for North-American Monetary Union? / W. Buitter, CEPR Discussion Paper. – June 1999. – № 2181. – P. 91-118.
59. Никифорова А.С. Оптимальні валютні зони: методологія визначення / А. С. Никифорова // Банківська справа. – 2006. – N 1. – С. 54-64.
60. Міжнародні фінанси: підручник / за ред. О.І.Рогача. – К. : Либідь, 2003. – 784 с.
61. Бутук А.И. Экономическая теория: учеб. пособ. / А.И. Бутук. – К. : Вікар, 2000. – 644 с.
62. Bordo M.D. Exchange Rate Regimes: Past, Present and Future [Electronic Resource] / M.D. Bordo, J. Christl, C. Just, H. James. – Access : <http://www.oenb.at>.
63. Park Y.C. Regional Financial Integration in East Asia: Challenges and Prospects [Electronic Resource] / Y.C. Park . – Access : <http://www.un.org/esa/ffd/regionalcommissions/seminar2004/0704-RFA-YCPark-prospects-paper.pdf>.
64. Park Y.C. Regional Financial Arrangements for East Asia: A Different Agenda from Latin America [Electronic Resource] / Y.C. Park . – Access : <http://www.iadb.org/intal/intalcdi/PE/2007/00510.pdf>.
65. Hochreiter E. Monetary Union: European Lessons, Latin American Prospects [Electronic Resource] / E. Hochreiter, K. Schmidt-Hebbel, G. Winckler. – Access : <http://www.oenb.co.at/workpaper/pubwork.htm>.
66. Валютный союз [Электронный ресурс]. – Режим доступа : http://ru.wikipedia.org/wiki/Валютный_союз.
67. Режим валютного курса [Электронный ресурс]. – Режим доступа : http://ru.wikipedia.org/wiki/Режим_валютного_курса.
68. Exchange rate statistics. June 2012. Statistical Supplement 5 to the Monthly Report [Electronic Resource] / Deutsche Bundesbank, April 2012. – Access : <http://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Downloads/Publications>.
69. Единая валютная зона [Электронный ресурс]. – Режим доступа : http://ru.wikipedia.org/wiki/Единая_валютная_зона.
70. Режим валютного управления [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.budgetrf.ru/Publications/Magazines/bea/analysis/1998/bea26111998rept/bea26111998rept000.htm>.
71. Еврозона [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://ru.wikipedia.org/wiki/Еврозона>.

72. Карибское сообщество [Электронный ресурс]. – Режим доступа http://ru.wikipedia.org/wiki/Карибское_сообщество.
73. Центральный банк государств Западной Африки [Электронный ресурс]. – Режим доступа http://ru.wikipedia.org/wiki/Центральный_банк_государств_Западной_Африки.
74. Сообщество развития Юга Африки [Электронный ресурс]. – Режим доступа : http://ru.wikipedia.org/wiki/Сообщество_развития_Юга_Африки.
75. Берг И.С. Государства Персидского залива: мега-проекты на фоне кризиса [Электронный ресурс] / И.С. Берг. – Режим доступа : <http://www.iimes.ru/rus/stat/2009/21-11-09a.htm>.
76. Киреев А.П. Европейская валютная система: учеб. пособ для вузов / Киреев А.П. // Международная экономика. в 2-х ч. Ч. II. Международная макроэкономика: открытая экономика и макроэкономическое программирование. – М. : Международные отношения, 2000. – 488 с.
77. Европейский валютный союз: история развития [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.ereport.ru/articles/ecunions/euhyst.htm>.
78. Economic and Monetary Union [Electronic Resource]. – Access : http://ec.europa.eu/economy_finance/euro/emu/index_en.htm.
79. Agreement of 16 March 2006 between the European Central Bank and the national central banks of the Member States outside the euro area laying down the operating procedures for an exchange rate mechanism in stage three of Economic and Monetary Union [Electronic Resource]. – Access : <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32006X0325%2801%29:EN:NOT>.
80. Green paper on the practical arrangements for the introduction of the single currency [Electronic Resource] / Commission Of The European Communities. – Brussels, 31.05.1995. – Access : http://europa.eu/legislation_summaries/economic_and_monetary_affairs/introducing_euro_practical_aspects/l25016_en.htm.
81. Adopting the euro [Electronic Resource]. – Access : http://ec.europa.eu/economy_finance/euro/adoption/index_en.htm.
82. Про систему валютного регулювання і валютного контролю [Електронний ресурс] : Декрет КМУ від 19.02.1993 р. №15-93. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/15-93>.
83. Про валютне регулювання та валютний контроль в Україні [Електронний ресурс] : Проект Закону України від 21.03.2007 р. №3043 – Режим доступу: http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb_n/webproc4_2?pf3516=3043&skl=6
84. Пояснювальна записка до проекту Закону України «Про валютне регулювання та валютний контроль в Україні» від 20.03.2007 р. [Електронний ресурс] : – Режим доступу: http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb_n/webproc4_2?pf3516=3043&skl=6
85. Соглашение об основных принципах политики в области валютного регулирования и валютного контроля в государствах-участниках СНГ от 18.10.2011 г. [Электронный ресурс] : – Режим доступа: http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/997_n99
86. Концепция сотрудничества и координации деятельности государств-участников Содружества в валютной сфере от 15.09.2004 г. [Электронный

ресурс]. – Режим доступу

http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/997_771/ed20111018

87. Річний звіт Національного банку України за 2006 рік [Електронний ресурс] :

Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=84983

88. Річний звіт Національного банку України за 2007 рік [Електронний ресурс] :

– Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=84983

89. Річний звіт Національного банку України за 2008 рік [Електронний ресурс] :

– Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=84983

90. Річний звіт Національного банку України за 2009 рік [Електронний ресурс] :

– Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=84983

91. Річний звіт Національного банку України за 2010 рік [Електронний ресурс] :

– Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=84983

92. Річний звіт Національного банку України за 2011 рік [Електронний ресурс] :

– Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=84983

93. Про додаткові заходи щодо діяльності банків : постанова Правління НБУ

від 11.10.2008 р. №319 [Електронний ресурс] : – Режим доступу:

<http://zakon1.rada.gov.ua>

94. Про внесення зміни до Положення про порядок та умови торгівлі

іноземною валютою: постанова Правління НБУ від 23.10.2008 р. №336

[Електронний ресурс] : – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua>

95. Про окремі питання діяльності банків: постанова Правління НБУ від

04.12.2008 р. №413 [Електронний ресурс] : – Режим доступу:

<http://zakon1.rada.gov.ua>

96. Про функціонування безготівкового міжбанківського валютного ринку

України: постанова Правління НБУ від 18.12.2008 р. №435 [Електронний

ресурс] : – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua>

97. Про затвердження Змін до Інструкції про порядок організації та здійснення

валютно-обмінних операцій на території України: постанова Правління НБУ

від 09.09.2009 р. №538 [Електронний ресурс] : – Режим доступу:

<http://zakon1.rada.gov.ua>

98. Про внесення змін до деяких нормативно-правових актів Національного

банку України та встановлення лімітів відкритої валютної позиції банку:

постанова Правління НБУ від 28.02.2009 р. №107 [Електронний ресурс] : –

Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua>

99. Про внесення змін до деяких нормативно-правових актів Національного

банку України: постанова Правління НБУ від 21.07.2009 №416 [Електронний

ресурс] : – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua>

100. Про внесення змін до Положення про порядок видачі резидентам

індивідуальних ліцензій на переказування іноземної валюти за межі України з

метою придбання облігацій зовнішніх державних позик України: постанова

Правління НБУ від 19.08.2009 р. №491 [Електронний ресурс] : – Режим доступу:

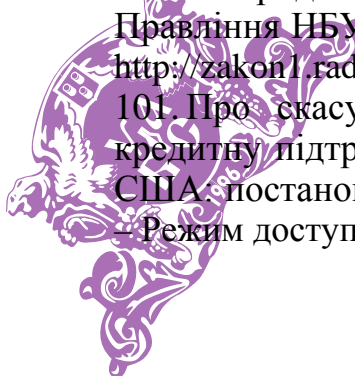
<http://zakon1.rada.gov.ua>

101. Про скасування вимог щодо утримання банками, яким було надано

кредитну підтримку, середньозваженого та середнього курсу гривні до долара

США: постанова Правління НБУ від 25.08.2010 р. №395 [Електронний ресурс] :

– Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua>



102. Про внесення змін до нормативно-правових актів з питань торгівлі іноземною валютою: постанова Правління НБУ від 14.12.2010 р. № 544 [Електронний ресурс] : – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua>

103. Про порядок проведення окремих операцій за кредитами, позиками, гарантіями в гривнях між резидентами України та Міжнародною фінансовою корпорацією (пілотний проект) : постанова Правління НБУ від 22.11.2010 р. №504 [Електронний ресурс] : – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua>

104. Про врегулювання питань щодо здійснення деяких валютних операцій: постанова Правління НБУ від 22.12.2010 р. № 572 [Електронний ресурс] : – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua>

105. Про порядок та умови торгівлі іноземною валютою: постанова Правління НБУ від 10.08.2005 р. №281 [Електронний ресурс] : – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua>

106. Про порядок надання банкам і філіям іноземних банків генеральних ліцензій на здійснення валютних операцій: постанова Правління НБУ від 15.08.2011 р. № 281 [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua>

107. Про внесення зміни до Положення про встановлення офіційного курсу гривні до іноземних валют та курсу банківських металів: постанова Правління НБУ від 10.11.2011 р. № 391 [Електронний ресурс] : – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua>

108. Про внесення змін до Положення про відкриття та функціонування кореспондентських рахунків банків - резидентів та нерезидентів в іноземній валюті та кореспондентських рахунків банків-нерезидентів у гривнях: постанова Правління НБУ від 14.07.2011 р. № 233 [Електронний ресурс] : – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua>

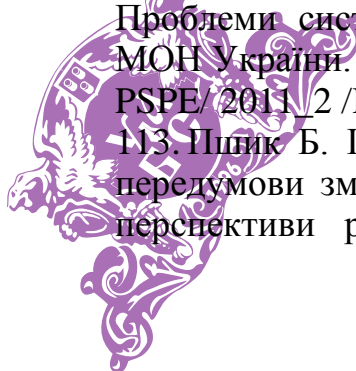
109. Зміни до Положення про порядок виконання банками документів на переказ, примусове списання і арешт коштів в іноземних валютах та банківських металів: постанова Правління НБУ від 18.05.2011 р. № 154 [Електронний ресурс]: – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua>

110. Про здійснення операцій з обміну готівкової іноземної валюти в період проведення фінальної частини чемпіонату Європи 2012 року з футболу в Україні: постанова Правління НБУ від 24.05.2012 р. № 207 [Електронний ресурс] : – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua>

111. Про врегулювання питань щодо використання гривні в розрахунках між резидентами і нерезидентами в межах торговельного обороту: постанова Правління НБУ від 28.05.2012 р. № 209 [Електронний ресурс] : – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua>

112. Хомутенко Л. І. Складові глобального фінансового середовища та чинники його розвитку [Електронний ресурс] / Л. І. Хомутенко, Т. П. Гончаренко // Проблеми системного підходу в економіці / Національний авіаційний ун-т МОН України. – 2011. - №2 – Режим доступу: http://www.nbu.gov.ua/e-journals/PSPE/2011_2/Khomutenko_211.htm

113. Пшик Б. І. Глобалізація та розвиток світових інтеграційних процесів як передумови зміни характеру банківського бізнесу / Б. І. Пшик // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : зб. наук. праць /



Державний вищий навчальний заклад "Українська академія банківської справи Національного банку України". - Суми, 2006. - Т. 17. - С. 89 – 99.

114. Шпиг Ф. І. Перспективи лібералізації доступу іноземного капіталу в банківську систему України / Ф. І. Шпиг // Банки та банківські системи. – 2006. – № 1. – С. 15-30.

115. Балацький Є. О. Финансовые потоки в глобальном мире / Є. О. Балацький // Механізм регулювання економіки. – Суми, 2008. - Вип. 3. Т.1 – С. 173-180.

116. О. Владимир. Особливості регулювання валютних відносин з боку держави та національного банку України: реалії сьогодення та шляхи оптимізації / О.Владимир // Галицький економічний вісник. — 2010. — №3(28). — С. 174-184.

117. Філіпенко Т.В. Концептуальні засади валютної політики держави / Т.В. Філіпенко // Вісник НТУУ «КПІ». Політологія. Соціологія. Право. – 2011. – Випуск 3(11)2011 – С. 166-171.

118. Колодізев О. М. Оцінка загальних тенденцій розвитку глобального валютного ринку / О. М. Колодізев, В. В. Поляков // Вісник Української академії банківської справи. - 2008. - № 1. - С. 3 - 15.

119. Федоренко, М. В. Особливості розвитку банківської системи України в умовах глобалізації / М. В. Федоренко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : зб. наук. праць / Державний вищий навчальний заклад "Українська академія банківської справи Національного банку України". – Суми, 2009. - Вип. 25. - С. 330-338.

120. Терехов Є. М. Регіоналізація та глобалізація економічних світогосподарських відносин / Є. М. Терехов // Вісник Львівської комерційної академії. – 2011. – Вип. 34. – С. 283-285.

121. Щербак В. Д. Центральний банк в умовах глобалізації: сучасні тенденції трансформації монетарної політики / В. Д. Щербак // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : зб. наук. праць / ДВНЗ "УАБС НБУ". - Суми, 2011. – Вип. 33. - С. 104-108.

122. Боярко І. М. Конкурентоспроможність фінансового сектору України у сучасних умовах глобалізаційного розвитку / І. М. Боярко, Л. Л. Гриценко // Вісник Університету банківської справи Національного банку України. – 2011. – №2. – С. 8-13.

123. Єпіфанова М. А. Валютне регулювання в системі державного регулювання економіки / М. А. Єпіфанова // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : зб. наук. пр. Випуск 30. – Суми : ДВНЗ "УАБС НБУ", 2010. – С. 169–183.

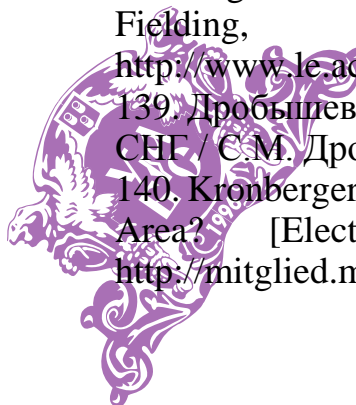
124. Щербак В. Д. Особливості модернізації української банківської системи у контексті глобалізації світової економіки / В. Д. Щербак // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: зб. наук. праць / Державний вищий навчальний заклад "Українська академія банківської справи Національного банку України". – Суми, 2006. - Т. 16. - С. 312 – 317.

125. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions / International Monetary Fund . – 2010. –75 p.

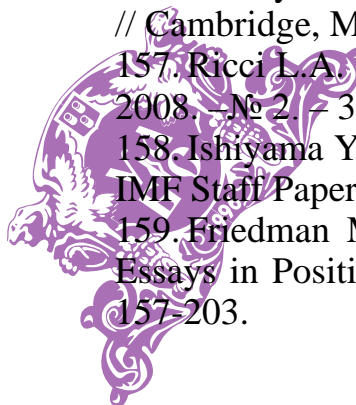
126. Казарінов Д. В. Особливості розвитку валютного регулювання в Україні в умовах фінансової глобалізації / Д.В. Казарінов // Вісник Східноєвропейського університету економіки і менеджменту. – (Серія "Економіка і менеджмент"). – 2012. – № 2(12). – С. 120–133.



127. Казарінов Д. В. Сутність та форми регіональної валютної інтеграції / Д. В. Казарінов // Вісник Української академії банківської справи. – 2012. – № 1 (32). – С. 13–21.
128. Казарінов Д. В. Міжнародний досвід регіональної валютної інтеграції / Д. В. Казарінов // Вісник Східноєвропейського університету економіки і менеджменту. – (Серія: “Економіка і менеджмент”). – 2012. – № 3(13). – С. 140–153.
129. Казарінов Д. В. Закордонний досвід регіональної валютної інтеграції / Д. В. Казарінов // Труди III Міжнародної науково-практичної Internet-конференції студентів та молодих вчених “Стратегії інноваційного розвитку економіки України: проблеми, перспективи, ефективність” – Харків, 2012. – С. 225–226.
130. Казарінов Д. В. Розвиток валютного регулювання в Україні у посткризовий період / Д. В. Казарінов // збірник тез економічної наукової інтернет-конференції “Реформування економічної системи країни: теоретичні та практичні аспекти” – Тернопіль, 2012. – С. 90–92.
131. Collignon S. Bloc-floating and Exchange Rate Volatility: The Causes and Consequences of Currency Blocs / S. Collignon // Association for the Monetary Union of Europe Working Paper. – 1997. – № 23. – 62 p.
132. Calvo, G.A. Fear of Floating / G.A. Calvo, Reinhart, M. Carmen // The Quarterly Journal of Economics. – 2002. – № 117 (2). – 379-408 p.
133. Круль О. Я. Конвергенційний механізм монетарної інтеграції до Євросоюзу / О. Я. Круль // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: зб. наук. праць / Державний вищий навчальний заклад “Українська академія банківської справи Національного банку України”. – Суми, 2006. – Вип. 16. – С. 220–230.
134. Gale D. Dollarization, bailouts, and the stability of the banking system [Electronic Resource] / G. Douglas, X. Vives. – Access : <http://www.econ.nyu.edu/user/galed/papers/paper01-07-01.pdf>.
135. Glavan B. The failure of OCA analysis [Electronic Resource] / B. Glavan. – Access : <http://mises.org/document/1236/The-Failure-of-OCA-Analysis>.
136. Dellas H. An Optimum Currency Area Odyssey [Electronic Resource] / H. Dellas, G.S. Tavlas. – Access : <http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/Paper2009102.pdf>.
137. Chang R. Regional Monetary Arrangements For Developing Countries [Electronic Resource] / R. Chang. – Access : http://www.policyinnovations.org/ideas/policy_library/data/01113.
138. Fielding D. Do Currency Unions Deliver More Economic Integration than Fixed Exchange Rates? Evidence from the CFA and the ECCU [Electronic Resource] / Fielding, D. and K. Shields. – Access : <http://www.le.ac.uk/economics/research/RePEc/lec/leecon/dp03-9.pdf>.
139. Дробышевский С.М. Проблемы создания единой валютной зоны в странах СНГ / С.М. Дробышевский, Д.И. Полевой. – М. : ИЭПП, 2004. – 110 с.
140. Kronberger R. Do the MERCOSUR Countries Form an Optimum Currency Area? [Electronic Resource] / R. Kronberger. – Access : <http://mitglied.multimania.de/mercosur>.



141. Francesco Paolo. Mongelli “New” Views on the Optimum Currency Area Theory: What is EMU Telling US? [Electronic Resource] / European Central Bank - January 2002 – Access : <http://repec.org/res2002/Mongelli.pdf>
142. McCallum B.T. Theoretical issues pertaining to monetary unions [Electronic Resource] / B.T. McCallum. – Access : <http://www.nber.org/papers/w7393.pdf>.
143. UK membership of the single currency: An assessment of the five economic tests [Electronic Resource] / HM Treasury – June, 2003. – Access : <http://hm-treasury.gov.uk/d/single.pdf>.
144. Gao H. Monetary Cooperation in East Asia: How Far Can East Asian Countries Go? [Electronic Resource] / H. Gao. – Access : http://www.researchgate.net/publication/228359877_Monetary_Cooperation_in_East_Asia_How_Far_Can_East_Asian_Countries_Go.
145. Fabella R. Monetary Cooperation in East Asia: A Survey / R. Fabella // ERD working paper series. – May 2002. – № 13. – 63 p.
146. Business benefits [Electronic Resource]. – Access : http://ec.europa.eu/economy_finance/euro/why/business/index_en.htm.
147. Tavlas G. S. The “New” Theory of Optimum Currency Areas / G.S. Tavlas // *The World Economy*. – 1993. – № 16. – P. 663-685.
148. Feldstein M. EMU and International Conflict / M. Feldstein // *Foreign Affairs*. – 1997. – № 76. – P. 60-73.
149. Feldstein M. The Political Economy of the European Economic and Monetary Union: Political Sources of an Economic Liability / M. Feldstein // *NBER Working Paper*. – 1998. – № W 6150. – 67 p.
150. Fleming J. On Exchange Rate Unification / J. Fleming // *Economic Journal*. – 1971. – № 81. – P. 467–488.
151. Fukuda S. Post-crisis Exchange Rate Regimes in East Asia [Electronic Resource] / S. Fukuda. – Access : <http://ideas.repec.org/p/tky/fseries/2002cf181.html>.
152. Rose A.K. One Money, One Market: The Effect of Common Currencies on Trade / A.K. Rose // *Economic Policy*. – 2000. – P. 9-45.
153. Glick R. Does a Currency Union Affect Trade? The Time Series Evidence / R. Glick, A.K. Rose // UC Berkeley, Haas School of Business. – Mimeo, November, 2001. – 81 p.
154. Frankel J. A. An Estimate of the Effect of Common Currencies on Trade and Income [Electronic Resource] / J.A. Frankel, A.K. Rose. – Access : <http://faculty.haas.berkeley.edu/arose/FRCU.pdf>.
155. Persson T. Currency Unions and Trade: How large is the Treatment Effect? / T. Persson // *Economic Policy*. – 2001. – P. 435-448.
156. Tenreyro S. On the Causes and Consequences of Currency Unions / S. Tenreyro // Cambridge, MA, Harvard University. – Mimeo. – November, 2001. – 76 p.
157. Ricci L.A. A Model of an Optimum Currency Area / L.A. Ricci // *Economics*. – 2008. – № 2. – 33 p.
158. Ishiyama Y. The Theory of Optimum Currency Areas: A Survey / Y. Ishiyama // *IMF Staff Papers*. – 1975. – № 22. – P. 344-383.
159. Friedman M. The Case for Flexible Exchange Rates / M. Friedman, (Ed.) // *Essays in Positive Economics*. – Chicago : University of Chicago Press, 1953. – P. 157-203.



160. Kawai M. Optimum Currency Areas / M. Kawai // Newman P., Milgate M., Eatwell J., (Eds.) The New Palgrave Dictionary of Money and Finance. – London : MacMillan, 1992. – P. 78-81.
161. Eichengreen B. Does MERCOSUR need a single currency? [Electronic Resource] / B. Eichengreen. – 1998. – NBER working paper series. – Access : <http://www.nber.org/papers/w6821>.
162. Kenen P. B. The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View / R.A. Mundell, A.K. Swoboda, (Eds.) Monetary Problems of the International Economy. – Chicago : University of Chicago Press, 1969. – P. 41-60.
163. Ingram J. Comment: The Currency Area Problem / J. Ingram // Monetary Problems of the International Economy. – Chicago : University of Chicago Press, 1969. – P. 95-100.
164. Mintz N.N. Monetary Union and Economic Integration / N.N. Mintz. – N.Y. : New York University Graduate School of Business Administration, Institute of Finance, 1970. – P. 33-36.
165. Haberler G. The International Monetary System: Some recent Developments and Discussions / G. Haberler, G. Halm // Approaches to Greater Flexibility in Exchange Rates. – Princeton University Press, 1970. – P. 115-123.
166. Mundell R. Uncommon Arguments for Common Currencies [Text] / R. Mundell // H.G. Johnson, A.K. Swoboda (eds.) The Economics of Common Currencies. – London : George Allen and Unwin Ltd, 1973. – P. 114-132.
167. McKinnon R. The Return to Soft Dollar Pegging in East Asia: Mitigating Conflicted Virtue / R. McKinnon, G. Schnabl. – International Finance. – 2004. – № 7 (2). – P. 169-201.
168. Honkapohja S. Country Characteristics and the Choice of Exchange Rate Regime: Are Mini-Skirts Follows by Maxi / S. Honkapohja, P. Pikkarainen // CEPR Discussion Paper. – 1992. – № 774. – P. 125-162.
169. Bayoumi T. Optimum Currency Areas and Exchange Rate Volatility: Theory and Evidence Compared / T. Bayoumi, B. Eichengreen // B. Cohen International Trade and Finance: New Frontiers for Research. – Cambridge : Cambridge University Press, 1997. – P. 184-215.
170. Krugman P. Lessons of Massachusetts for EMU / P. Krugman // F. Torres, F. Giavazzi (eds.) Adjustment and Growth in the European Monetary Union. – New York : Cambridge University Press, 1993 – P. 45-94.
171. Corden W.M. Monetary Integration, Essays in International Finance / W.M. Corden // International Finance Section, Princeton University, Department of Economics. – 1972. – N 93. – P. 34-87.
172. Vaubel R. Real Exchange Rate Changes in the European Community – The Empirical Evidence and its Implications for European Currency Unification / R. Vaubel // Review of World Economics. – 1976. – № 3. – P. 429-470.
173. Kydland F. Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans / F. Kydland, E. Prescott // Journal of Political Economy. – 1977. – N 85. – P. 473-491.
174. Barro R. Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy / R. Barro, D. Gordon // Journal of Monetary Economics. – 1983. – N 12. – P. 101-121.
175. Bruno M. Economics of Worldwide Stagflation / M. Bruno, J. Sachs. – Oxford : Basil Blackwell, 1985. – P. 53-92.



176. Giavazzi F. Limiting Exchange Rate Flexibility: the European Monetary System / F. Giavazzi, A. Giovannini. – Cambridge, Massachusetts : The MIT Press, 1989. – P. 12-53.
177. Branson W.H. Monetary and Exchange Rate Policy Coordination in ASEAN+1 / W.H. Branson, C.N. Healy // NBER Working Paper. – 2005. – N 11713. – 64 p.
178. Bayoumi T. Shocking Aspects of European Monetary Unification / T. Bayoumi, B. Eichengreen // F. Torres, F. Giavazzi (eds.) The Transition to Economic and Monetary Union in Europe. – New York : Cambridge University Press, 1992 – P. 45-94.
179. Buiters W. Macroeconomic Policy During a Transition to Monetary Union / W. Buiters // CEPR Working Paper. – 1995. – N. 1222. – P. 76-121.
180. Frankel J. Is EMU more justifiable ex post than ex ante? / J. Frankel, A. Rose // European Economic Review. – 1997. – N.41. – P. 753-760.
181. Krugman P. Integration, Specialization, and Adjustment / P. Krugman, J.A. Venables // European Economic Review. – 1996. – Vol. 40. – P. 959-967.
182. Blanchard O. The role of shocks and institutions in the rise of European unemployment: The aggregate evidence / O. Blanchard, J. Wolfers // The Economic Journal, 2000. – N 110. – P. 1-33.
183. Issing O. Economic and Monetary Union in Europe: political priority versus economic integration? / O. Issing // Paper for the Conference of the European Society for the History of Economic Thought. – 2001. – P. 22-84.
184. Дробышевский С.М. Финансовые аспекты валютной интеграции на территории СНГ / С.М. Дробышевский, Д.И. Полевой. – М. : ИЭПП, 2007. – 152 с.
185. Drobyshevsky S. The Perspectives on a Currency Union in the CIS [Electronic Resource] / S. Drobyshevsky, D. Polevoy. – Access : <http://www.cepii.fr/anglaisgraph/communications/pdf/2005/16170305/Drobyshevsky.pdf>.
186. Weimann M. OCA theory and EMU Eastern enlargement - An empirical application / M. Weimann // Deutsche Bank Research. – 2003. – No. 8. – 33 p.
187. Islam N. What have We Learnt from the Convergence Debate? / N. Islam // Journal of Economic Surveys. – 2003. – vol. 17(3). – P. 309-362.
188. Kucerova Z. The OCA Theory and its Application to Central and Eastern European Countries [Electronic Resource] / Z. Kucerova. – Access : www.soc.uoc.gr/calendar/.../KUCEROVA.ppt.
189. Sturm M. Regional monetary integration in the member states of the Gulf Cooperation Council / M. Sturm, N. Siegfried / European Central Bank // Occasional paper series. – 2005. – N. 31. – 32 p.
190. Study on the establishment of a monetary union among the Partner States of the East African Community [Electronic Resource] / ECB Staff Study. – February 2010. – Access : <http://www.eac.int/rmo/index.php>.
191. Morande F. Chile's peso: better than (just) living with the dollar? / F. Morande, K. Schmidt-Hebbel // Central Bank of Chile Working Papers. – 2000. – N68. – 58 p.
192. Levy Yeyati E. Is EMU a blueprint for MERCOSOUR? / E. Levy Yeyati, F. Sturzenegger // Cuadernos de Economia. – 2000. – N 110. – P. 63-99.
193. Frankel J. Measuring International Capital Mobility: A Review / J. Frankel // American Economic Review. – 1992. – Vol. 82, No. 2. – P. 197-202.

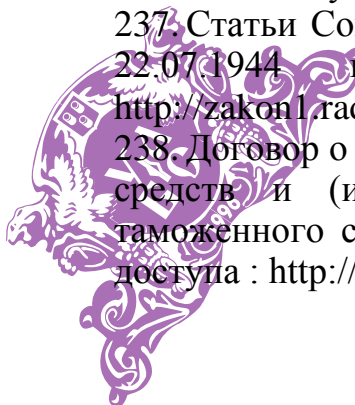


194. Goto J. Economic Preconditions for Asian Regional Integration / J. Goto, K. Hamada // Chapter in NBER book Macroeconomic Linkage: Savings, Exchange Rates, and Capital Flows. – 1994. – P. 359–388.
195. Bayoumi T. Ever Closer to Heaven? An Optimum-Currency-Area Index for European Countries [Electronic Resource] / T. Bayoumi, B. Eichengreen. – Access : <http://emlab.berkeley.edu/~eichengr/research/c96-78.pdf>.
196. Saxena S. Ch. Can south asia adopt a common currency? [Electronic Resource] / S. Ch. Saxena. – Access : http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=500662.
197. Marston R. C. Exchange Rate Unions as an Alternative to Flexible Rates: The Effects of Real and Monetary Disturbances / R. C. Marston // Chapter in NBER book Exchange Rate Theory and Practice. – 1984. – P. 407–442.
198. Feldstein M. Domestic Saving and International Capital / M. Feldstein, C. Horioka // Economic Journal. – 1980. – Vol. 90. – P. 314–329.
199. Brada J. C. Real and monetary convergence within the European Union and between the European Union and candidate countries: A rolling cointegration approach [Electronic Resource] / J. C. Brada, A. M. Kutan, S. Zhou. – Access : <http://econstor.eu/bitstream/10419/39481/1/35120847X.pdf>.
200. Blanchard J. The Dynamic Effects of Aggregate Demand and Supply Disturbances / J. Blanchard, D. Quah // American Economic Review. – 1989. – Vol. 79, No. 4. – P. 655 – 673.
201. Bayoumi T. One Money or Many? Analyzing the Prospects for Monetary Unification in Various Parts of the World / T. Bayoumi, B. Eichengreen // CIDER Working Paper. – 1993. – N. C93-030. – 34 p.
202. Rose A. K. Currency Unions, in The New Palgrave [Electronic Resource] / A. K. Rose. – Access : <http://faculty.haas.berkeley.edu/arose/Palgrave.pdf>.
203. Benassy-Quere A. On the Adequacy of Monetary Arrangements in Sub-Saharan Africa / A. Benassy-Quere // The World Economy. – 2005. – Vol. 28 (3). – P. 349 – 373.
204. Eichengreen B. Exchange Rates and Financial Fragility / B. Eichengreen, R. Hausmann // NBER Working Paper. – 1999. – N 7418.
205. Перепелица В. Центральний банк: управління золотовалютними резервами / В. Перепелица // Банкаўські веснік. – 2009. – Жнівень. – С. 26–34.
206. Eichengreen B. Other People's Money – Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies / B. Eichengreen, R. Hausmann. Chicago: University of Chicago Press.
207. Gros D. Seignorage and EMU: The Fiscal Implications of Price Stability and Financial Market Integration / D. Gros, G. Vandille // CEPS Working Document. – 1994. – N 89. – 87 p.
208. Основні методичні положення розрахунку індексу реального ефективного обмінного курсу (РЕОК) гривні [Електронний ресурс] : – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=51855>.
209. David G Mayes. The CIS – does the regional hegemon facilitate monetary integration? / David G Mayes, Vesa Korhonen // Bank of Finland - Discussion Papers №16 – 2007.
210. Полевой Д.И. Теоретические основы валютной интеграции на пространстве СНГ / Д.И. Полевой // Автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук - Москва – 2007.



211. Аналитические материалы по вопросам валютно-финансового сотрудничества и валютной интеграции в СНГ / экспертная группа №21 «Развитие экономической и социальной интеграции в постсоветском пространстве» / Официальный сайт экспертных групп по обновлению «Стратегии – 2020» [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://strategy2020.rian.ru/news/20110420/366584831.html> - апрель, 2011 г.
212. Аналитические материалы по задачам и направлениям дальнейшей экономической интеграции стран СНГ / экспертная группа №21 «Развитие экономической и социальной интеграции в постсоветском пространстве» / Официальный сайт экспертных групп по обновлению «Стратегии – 2020» [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://strategy2020.rian.ru/news/20110420/366584831.html> - апрель, 2011 г. .
213. Буторина О.В. Валютное сотрудничество СНГ: концепция и практическая реализация / О.В. Буторина // Круглый стол «Валютная интеграция в СНГ» 2005 [Электронный ресурс]. – Режим доступа : www.tpprf.ru/common/
214. Петров М.В. Возможности и перспективы интеграции стран СНГ в финансовой сфере / М.В. Петров, Д.Е. Плисецкий // Финансы и кредит – 2011. - №8. – С.36-45.
215. Богомолов О.Т. Валютный фактор в экономической глобализации и региональной интеграции / О.Т.Богомолов // Материалы «круглого стола» «Противоречия процессов валютно-финансовой интеграции в регионе СНГ» – М.: РАН ИЭПП, 2005. – 99 с.
216. Алферов В.В. Проблемы интеграции валютных и фондовых рынков в СНГ / В.В.Алферов // Материалы «круглого стола» «Противоречия процессов валютно-финансовой интеграции в регионе СНГ» – М.: РАН ИЭПП, 2005. – 99 с.
217. Ушкалова Д.И. Монетарная интеграция России и Белоруссии: реалии и перспективы / Д.И. Ушкалова // Материалы «круглого стола» «Противоречия процессов валютно-финансовой интеграции в регионе СНГ» – М.: РАН ИЭПП, 2005. – 99 с.
218. Люкевич И. Н. Перспективы рубля как резервной валюты / И.Н. Люкевич // Валютное регулирование и валютный контроль. – 2011. – №3 – С. 13-24.
219. Рахманкулов А.В. Формат Единого экономического пространства-2012 – утопия или шаг навстречу Евразийскому союзу? / А.В. Рахманкулов // Вестник международных организаций. – 2011. – № 1 – С. 33-39.
220. Яременко С.А. Необходимость и предпосылки взаимодействия в валютной сфере стран-участниц СНГ / С.А. Яременко [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.e-cis.info/page.php?id=2734>.
221. Договір про зону вільної торгівлі від 18.10.2011 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/997_n25/page.
222. Про ратифікацію Договору про зону вільної торгівлі: Закон України від 30.07.2012 р. № 5193-VI [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua>.
223. Захаров А.В. О концепции единого валютного пространства СНГ / А.В. Захаров. – М.: ЗАО «Юри дический Дом «Юстицинформ», 2002. – 144 с.
224. Зеленкевич Марина. Направления валютно-финансовой интеграции в рамках СНГ / Марина Зеленкевич // Банковский вестник. – 2002. – №1.– С. 47-51.

225. National accounts main aggregate database of The Economic Statistics Branch of the United Nations Statistics Division [Electronic Resource]. – Access : <http://unstats.un.org/unsd/snaama/selbasicFast.asp>
226. International Financial Statistics [Електронний ресурс] – International Monetary Fund. May 2012 – 1 електрон. опт. диск (CD-ROM). – Систем. вимоги : 90 MHz, 16 MB RAM; Windows 95 (98, XP).
227. Офіційний сайт Міждержавного статистичного комітету Співдружності незалежних держав [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.cisstat.com/>
228. Офіційний сайт Світового банку [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://databank.worldbank.org/data/home.aspx>
229. Казарінов Д. В. Теорія оптимальної валютної зони як теоретичний базис оцінки доцільності регіональної валютної інтеграції / Д. В. Казарінов // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : збірник наукових праць. – Суми : ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2012. – Випуск 35. – С. 368–379.
230. Казарінов Д. В. Економічна оцінка доцільності валютної інтеграції України з найбільшими країнами СНД / Т. Г. Савченко, М. А. Ребрик, Д. В. Казарінов // Вісник Української академії банківської справи. – 2012. – № 2 (33). – С. 26–35.
231. Казарінов Д. В. Оцінка фінансової конвергенції України з найбільшими країнами СНД / Д. В. Казарінов // Таврійський економічний журнал. – 2012. – № 7. – С. 89–91.
232. Казарінов Д. В. Класифікація інструментів оцінки доцільності регіональної валютної інтеграції / Д. В. Казарінов // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : зб. тез доповідей XV Всеукраїнської науково-практичної конференції (8–9 листопада 2012 р.). – Суми : ДВНЗ “УАБС НБУ”. – 2012. – С. 89–90.
233. Казарінов Д. В. Методи регулювання валютного ризику банку / Д. В. Казарінов, М. А. Ребрик // Управління ризиками банків: монографія у 2 томах. Т. 2: Управління ринковими ризиками та ризиками системних характеристик / за ред. д-ра екон. наук, проф. А. О. Єпіфанова і д-ра екон. наук, проф. Т. А. Васильєвої. – Суми : ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2012. – С. 177–194 с.
234. Kovacs Levente. New model of the current account balances / Levente Kovacs // Miskolci Egyetem: Theory, Methodology, Practice. – 2010. – N2. – P. 31-35.
235. Договор о создании Экономического союза от 24.09.1993 г. [Электронный ресурс]. – Режим доступа : http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/997_035/ed20040915.
236. Соглашение о присоединении Украины к Экономическому союзу на правах ассоциированного члена от 15.04.1994 г., Москва [Электронный ресурс]. – Режим доступа : http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/997_852.
237. Статьи Соглашения Международного валютного фонда, Бреттон-Вудс от 22.07.1944 г. [Электронный ресурс]. – Режим доступа : http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/995_921/ed19440722/print1356330822585801
238. Договор о порядке перемещения физическими лицами наличных денежных средств и (или) денежных инструментов через таможенную границу таможенного союза от 5.07.2010 г., Астана [Электронный ресурс]. – Режим доступа : http://www.tsouz.ru/MGS/MGS11/Pages/P_51.aspx.



239. Соглашение о сотрудничестве в области организации интегрированного валютного рынка государств-членов Евразийского экономического сообщества от 25.01.2006 г. [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.ipaeurasec.org/evra/?data=interdocs>
240. Сайт Евразийской экономической комиссии [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.tsouz.ru/db/monetary/control/Pages/default.aspx>
241. Сайт Евразийского банка развития [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.eabr.org/r/about/>
242. Доклад о переходом процессе за 2012 год / Европейский банк реконструкции и развития – ноябрь 2012 года [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.ebrd.com/pages/research/publications/flagships/transition.shtml>
243. Декларация о евразийской экономической интеграции. Администрация Президента РФ (18 ноября 2011) [Электронный ресурс]. – Режим доступа : http://news.kremlin.ru/ref_notes/1091
244. Декларация о формировании Евразийского экономического союза (проект). / Евразийская экономическая комиссия [Электронный ресурс]. – Режим доступа : http://www.tsouz.ru/MGS/MGS-15/Documents/P_88.pdf
245. Марченко Григорий. Ни рубля, ни тенге. / Григорий Марченко // Российская газета. – 2011. – № 5772 (99) [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.rg.ru/2012/05/04/valuta.html>
246. Шелудько Н.М. Упровадження російських рублів у розрахунки за імпортований природний газ: ризики для України / Н.М. Шелудько // Європейський вектор економічного розвитку. – 2012. – №2 – С. 580-583.
247. Про деякі питання регулювання грошово-кредитного ринку: Постанова Правління НБУ від 19.06.2012 № 248 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/v_248500-12
248. О валютном регулировании и валютном контроле: Федеральный закон Российской Федерации от 10.12.2003 г. № 173 - ФЗ [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.tsouz.ru/db/monetary/control/Pages/np.aspx>
249. О валютном регулировании и валютном контроле: Закон Республики Казахстан от 13.06.2005 г. № 57 [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.tsouz.ru/db/monetary/control/Pages/np.aspx>
250. О валютном регулировании и валютном контроле: Закон Республики Беларусь от 22.07.2003 г. № 226-3 [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.tsouz.ru/db/monetary/control/Pages/np.aspx>
251. О единых принципах валютного регулирования и валютного контроля: Модельный закон утвержденный Постановлением Межпарламентского комитета от 7.12.1998 г. № 7-8 [Электронный ресурс]. – Режим доступа : http://www.ipaeurasec.org/docs/?data=docs_1
252. О валютном регулировании и валютном контроле: Модельный закон утвержденный Постановлением Межпарламентской Ассамблеи СНГ от 26.03.2002 г. № 19-6 [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.iacis.ru/html/?id=22&pag=135&nid=1>
253. Про зміну строків розрахунків за операціями з експорту та імпорту товарів і запровадження обов'язкового продажу надходжень в іноземній валюті: Постанова Правління НБУ від 16.11.2012 № 475 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/z1921-12>

254. Про порядок виплати переказів із-за кордону фізичним особам: Постанова Правління НБУ від 16.11.2012 № 476 [Електроний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/z1922-12>
255. Савченко Т.Г. Банківська система у формуванні та підтриманні рівноважних станів в економіці: монографія / Т. Г. Савченко. – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2012. – 368 с.
256. Казарінов Д. В. Україна та її місце у регіональних валютних формуваннях Європи / Казарінов Д. В. // Вісник Східноєвропейського університету економіки і менеджменту. – (Серія “Економіка і менеджмент”). – 2011. – № 2(10). – С. 48–57.
257. Kozmenko S. Assessment of financial convergence of Ukraine with the CIS countries and the European Union / S. Kozmenko, T. Savchenko, D. Kazarinov // Banks and Bank Systems. – 2012. – № 4. – P. 5–17.
258. Казарінов Д. В. Валютна інтеграція як ключовий чинник економічного розвитку / Д. В. Казарінов, В. С. Лисенко // Фінансова політика як складова економічного розвитку : збірник тез доповідей Всеукраїнської науково-практичної конференції (18–19 квітня 2012 р.) / Київський національний торговельно-економічний університет. – Київ, 2012. – С. 193–194.
259. Казарінов Д. В. Розвиток методів регулювання валютного ризику в контексті формування рівноваги банку / Т. Г. Савченко, Д. В. Казарінов // матеріали Міжнародної науково-практичної конференції “Научные исследования и их практическое применение. Современное состояние и пути развития ‘2012’”. – Выпуск 3. Том 22. – Одесса, 2012. – С. 3–6.
260. Kovacs Levente. Bank Taxes Based on Transactions, Profits or Balance Sheet Items in the European Union / Levente Kovacs // Вісник Української академії банківської справи. – 2012. – № 2 (33). – С. 36-45.
261. Платіжний баланс і зовнішній борг України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=125319>
262. Головнин М.Ю. Согласование денежно-кредитной и валютной политики в рамках интеграционных процессов в ЕС и СНГ [Электронный ресурс] / М.Ю. Головнин // Противоречия процессов валютно-финансовой интеграции в регионе СНГ : Материалы «круглого стола» / под ред. д.э.н., Б. А. Хейфеца. – Москва, 2005. – Режим доступа : <http://www.imepi-eurasia.ru/baner/CIS.doc>.
263. Frankel J. Experience of and lessons from exchange rate regimes in emerging economies / J. Frankel // NBER Working Paper. – 2003. – № 10032. – 39 p.

