

Лизун М. В.
кандидат економічних наук, доцент,
доцент кафедри міжнародної економіки
Тернопільського національного економічного університету

Lyzun M. V.
Candidate of Economic Sciences, Associate Professor,
Associate Professor of Department of International Economics
Ternopil National Economic University

ВАЛЮТНА ІНТЕРНАЦІОНАЛІЗАЦІЯ КРИЗЬ ПРИЗМУ ДЕТЕРМІНУЮЧИХ ФАКТОРІВ ТА ФУНКЦІЙ

CURRENCY INTERNATIONALIZATION THROUGH ITS DETERMINING FACTORS AND FUNCTIONS

Анотація. У статті розглянуто теоретичні підходи до розуміння сутності валютної інтернаціоналізації. Розкрито аспекти класифікації міжнародних валют та їхніх функцій, виокремлено передумови їхнього становлення та розвитку. Виявлено переваги та потенційні загрози від валютної інтернаціоналізації в державі.

Ключові слова: валютна інтернаціоналізація, міжнародна валюта, функції грошей, валютне фактурування, топ-валюти.

Вступ та постановка проблеми. Інтернаціоналізація та фрагментація світових процесів виробництва, розподілу, обміну та споживання не могли не відбитись і на валютній системі, яка вже давно не детермінується винятково політичними кордонами. Беручи до уваги глобальну дивергенцію цін, доходів і продуктивності праці (та й значний політичний спротив), моновалютний світ нині видається утопією. Швидше можна говорити про явище, яке Б. Коен неформально називає «монетарною географією» [1], розуміючи при цьому просторову організацію валютних відносин.

Основними взаємопереплетеними процесами, які визначають кордони та фронти валютної мапи світу, можна визнати інтернаціоналізацію валюти, валютну інтеграцію та регіоналізацію, паралельне функціонування валют, валютне заміщення та валютні війни. При цьому аспект інтернаціоналізації валюти є фундаментом чи тригером усіх зазначених процесів.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Вагомий внесок у розроблення теоретичних основ валютної інтернаціоналізації здійснено такими вченими, як Е. Хеллайнер, Дж. Кіршнер, Е.-Г. Лім, Б. Коен, П. Кенен, А. Бенессі-Кері, Дж. Тавлас П.-О. Гураша, Е. Ре, М. Деверо, Ш. Ші, С. Стрейндж, О. Буторина та інші. Теоретичні підходи, які розкривають аспекти класифікації міжнародних валют та їх функцій, виокремлення передумов їх становлення та розвитку, пошуку шляхів експлуатації переваг та усунення загроз, відрізняються своєю багатогранністю та відсутністю уніфікованого підходу.

Метою статті є систематизація досліджень валютної інтернаціоналізації крізь призму детермінуючих факторів та функцій.

Результати дослідження.

Процес інтернаціоналізації валюти (англ. currency internationalisation) передбачає її використання чи резервування за межами держави-емітента не лише для обслуговування операцій із резидентами цієї держави, але й також, що важливіше, у трансакціях між нерезидентами [2].

У широкому сенсі виділяють такі функції міжнародної валюти (розглянуті крізь призму трьох функцій грошей), як:

1. Міра вартості, зокрема:
 - фактурування (англ. invoicing) міжнародної торгівлі (іншими словами, валюта ціни у зовнішньоторговельних контрактах) та деномінація фінансових продуктів;
 - прив'язка курсу валют.
2. Засіб обігу, що включає:
 - опосередкування міжнародних торговельних та фінансових трансакцій;
 - здійснення валютних інтервенцій.
3. Засіб нагромадження:
 - диверсифікація приватних інвестицій та заощаджень, валютна субституція (у сенсі приватної доларизації);
 - формування офіційних валютних резервів [3].

Зазначені функції традиційно візуалізують у розрізі приватної та державної сфер використання. Таблиця 1 являє собою канонічний варіант, запропонований Б. Коеном ще в 1971 р. [4], із пізнішими доповненнями та модифікаціями.

У вітчизняній літературі зазвичай виокремлюють п'ять функцій грошей (міра вартості, засіб обігу, засіб платежу, засіб нагромадження, світові гроші), при цьому остання функція фактично детермінує міжнародну валюту. Відповідно до цього підходу можна також виділити таку групу функцій міжнародної валюти, як засіб міжнародного кредиту та запозичення.

Але часто дослідники (зокрема, П. Кенен [2]) притримуються вужчого підходу, закріплюючи за міжнародною валютою два найважливіші завдання: 1) фактурування й опосередкування міжнародної торгівлі та 2) забезпечення функціонування міжнародного ринку цінних паперів.

Найбільш вдала, на нашу думку, спроба систематизації напрацьовань у сфері валютної інтернаціоналізації здійснена Е. Хеллайнером та Дж. Кіршнером [7], які продовжили та розвинули попереднє дослідження Е.-Г. Ліма [8], виділивши три основних вектори наукових дискусій (рис. 1). Згодом А. Бенессі-Кері більш детально розглянула наукові доробки у структурі кожного із векторів [9].

Ринково-орієнтований підхід є найбільш популярним серед дослідників і розглядає інтернаціоналізацію валют як результат децентралізованої діяльності у приватному секторі під впливом таких детермінант (Е.-Г. Лім називав

їх факторами-фасилітаторами (англ. 'facilitating factors') [8]), як впевненість, ліквідність та трансакційні мережі.

Впевненість у валюті найчастіше є похідною тривалого стабільного валютного курсу, макроекономічної та зовнішньоекономічної збалансованості держави-емітента та її політичної ваги (Дж. Тавлас також наголошував на важливості нечастих кризових явищ в економіці емітента [10], а П.-О. Гураша та Е. Ре – на перевищенні обсягу надходжень від іноземних активів над платежами за зовнішніми зобов'язаннями [11]). Міжнародна валюта із такими властивостями стає привабливою як засіб нагромадження.

Ліквідність валюти тісно пов'язана з відкритістю фінансового ринку держави-емітента. В умовах кризи державні цінні папери часто стають тими «безпечними гаванями» куди перетікає капітал для захисту від системних ризиків, одночасно відіграючи превентивну роль щодо процесів інфляції та знецінення валюти в державі-емітенті. Урядовий сектор порівняно з корпоративним має незрівнянно вищу здатність гарантувати виконання взятих на себе зобов'язань, враховуючи фактор так званих «глибоких кишень» – фіскального та інституційного забезпечення, відсутності асиметричної інформації, меншої залежності

від фази економічного циклу тощо. Ліквідність міжнародної валюти критично важлива для виконання функцій міри вартості, засобів обігу та нагромадження.

У межах ринково-орієнтованого підходу дослідження інтернаціоналізації валюти можна виділити декілька вужчих напрямів, основними акцентами яких є значення трансакційних витрат (аспект валют-посередників); модель пошуку; фактурування торгівлі та опції портфеля «інвестиції-заощадження».

Роль менших трансакційних витрат приводить до широкій практиці відмови від національної валюти на користь іноземної у здійсненні міжнародних розрахунків. Так, за інформацією SWIFT [12], у 2014 р. найбільша частка (28,4%) фінансових потоків з Європи (без Великої Британії) в Азію та Океанію здійснювалась у доларах США.

Іншим важливим моментом цього підходу, як відзначили М. Деверо та Ш. Ші [13], є те, що інфляція в державі-емітенті валюти-посередника може принести додаткові вигоди її резидентам, але при цьому погіршити її «імідж» у міжнародному масштабі та спровокувати пошук світовою спільнотою нових валют-посередників, не обтяжених інфляцією.



Рис. 1. Систематизація досліджень валютної інтернаціоналізації крізь призму детермінуючих факторів та функцій

Джерело: авторські переосмислення та візуалізація [8], [7], [9]

Таблиця 1

Функції міжнародної валюти		
Рівні	Приватний	Державний
Міра вартості	Фактурування торгівлі; деномінація фінансових продуктів	Прив'язка курсу валют
Засіб обігу	Опосередкування міжнародних торговельних та фінансових трансакцій	Валютні інтервенції; платежі за офіційними кредитами
Засіб нагромадження	Валютна субституція (приватна доларизація); інвестування та заощадження	Формування резервів

Джерело: авторська агрегація [4], [5], [6]

Варто також зауважити, що зменшення трансакційних витрат від використання валюти-посередника найрельсфніше проявляється у разі великої кількості держав та валют. У разі зменшення кількості валют (у тому числі під час формування валютних союзів) ця економія значною мірою нівелюється [9].

Другим вужчим напрямом у межах ринково-орієнтованого підходу до інтернаціоналізації валют є так звані моделі пошуку, які акцентують увагу на мережевих екстерналіях. Базова модель випадкового узгодження запропонована в 1993 р. К. Мацуямою, Н. Кійотаки та А. Мацуї [14].

Третій вектор досліджень у межах ринково-орієнтованого підходу розглядає валютне фактурування (англ. *currency invoicing*), наголошуючи на важливості ринкової структури та макроекономічної волатильності. Як зазначали Ф. Бачетта та Е. ван Вінкуп, експортер встановлюватиме ціни у валюті іноземного споживача у разі високої цінової еластичності закордонного попиту та зростаючих граничних витрат [15]. Відмова від такого кроку приведе до зростання волатильності виробництва та вищих середніх граничних витрат. Але у разі контролю значної частки ринку чи диференціації продуктів фірми віддадуть перевагу вітчизняній валюті ціни.

Інструментальний підхід до інтернаціоналізації валюти, на відміну від ринково-орієнтованого, акцентує увагу на ролі урядових структур. Наприклад, створення центрального банку в США на початку ХХ століття часто розглядається як важливий фактор досягнення доларом статусу ключової глобальної валюти після Першої світової війни [16]. За допомогою інструментального підходу можна також пояснити значну тривалість домінування долара США, незважаючи на розпад Бреттон-Вудської системи. Колапс останньої дав стимул розвитку експортно-орієнтованої стратегії Японії (а пізніше – Китаю та інших держав Південно-Східної Азії), яка ґрунтувалась на недооцінці національної валюти через тривалу акумуляцію доларових резервів [17]. Крім того, долар США використовувався як валюта-якір протягом дезінфляційних періодів [18] і як субститут регіональної монетарної співпраці [19].

Однак, застосовуючи інструментальний підхід, дослідники не абстрагувались від загальних економічних індикаторів. Особливо при цьому підкреслювалась роль розвинутого фінансового ринку та стабільності під час кризових явищ (недопущення знецінення валюти (а краще, щоб курс зростав задля стимулювання хеджінгових операцій), уникнення криз-близнюків тощо).

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

У межах геополітичного підходу можна виокремити також дослідження Дж. Кіршнера, в якому розроблена концепція «заманювання в пастку» (члени монетарних блоків із часом посилюють власну зацікавленість у підтримці стабільності чинного порядку) [20]. Наприклад, курсова стабільність у межах блоку часто породжує тенденцію спрямування торговельних потоків на користь держав-членів об'єднання, а також сприяє вкладенню капіталу в активи, деноміновані у валюті блоку. У такому разі намагання держави вийти з альянсу часто супроводжуватиметься значними втратами.

Найбільш характерним дослідженням із використанням геополітичного підходу є праця С. Стрейндж за 1971 р. [21], у якій автор здійснила першу спробу типізації міжнародних валют, виділивши чотири категорії відповідно до манери впровадження інтернаціоналізації.

1. Панівні валюти, або валюти гегемонів (англ. *Master currency*), залучаються до процесу інтернаціоналізації під впливом політичних факторів.

2. Топ-валюти (англ. *Top currency*) отримали свій привілейований статус завдяки економічному домінуванню (стабільність, ліквідність, трансакційні мережі).

3. Нейтральні або пасивні валюти (англ. *Neutral / Passive currency*), як і топ-валюти, здобули популярність та стабільність завдяки економічним факторам, однак не відзначаються значним глобальним впливом. Типовим прикладом такої валюти є швейцарський франк. Євро також є нейтральною валютою в більшості регіонів світу, окрім території Європейського континенту та серед частини африканських держав (передусім зона франків КФА).

4. Договірні або політичні валюти (англ. *Negotiated / Political Currency*) – це колишні панівні та топ-валюти, котрі поступово втрачають свою політичну та економічну вагу, чим викликають сумніви у держав-сателітів стосовно свого особливого статусу якірної чи резервної валюти.

Запропонована класифікація валют далеко не єдина в економічній літературі. Такі епітети валюти, як «міжнародна», «світова», «ключова», «провідна», «лідуюча», «домінуюча» доволі часто використовуються як синоніми, також їхнє значення варіює залежно від контексту та автора. Наприклад, О. Буторина ранжує валюти залежно від міри інтернаціоналізації на замкнуті (неконвертовані), внутрішні, міжнародні, ключові (майже аналог резервних), провідні (валюти-посередники) та домінуючі [6].

Звичайно, не можна не враховувати вплив інтернаціоналізації валюти і на політичну гегемонію держави (долар США сьогодні, фунт стерлінгів у минулому) через експлуатацію статусу резервної валюти чи домінуючу роль у міжнародних фінансових організаціях [22].

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

Передусім акцентуємо увагу на несумісності валютної інтернаціоналізації із підтримкою фіксованого курсу та внутрішньо-орієнтованої монетарної політики. Це твердження переформулюється із постулатом «неможливої трійці» Р. Манделла про нереальність одночасного досягнення фіксованого валютного курсу, вільного руху капіталу та незалежної монетарної політики [23]. Інтернаціоналізація валюти не обов'язково приводить до повної лібералізації руху капіталу (уряд може продовжувати регламентувати операції резидентів із іноземними валютними інструментами), але, безсумнівно, розширює саму кількість резидентів та нерезидентів, які здійснюють трансакції із цією валютою чи номінованими в ній інструментами, що зменшує регулятивний потенціал центральних банків (передусім зменшується вплив на внутрішні процентні ставки та внутрішню грошову пропозицію, який до інтернаціоналізації досягався за допомогою операцій на відкритому ринку).

Друга загроза виникає для держав із високим рівнем пропозиції боргових зобов'язань, деномінованих у національній валюті (емітованих як для внутрішнього, так і для зовнішнього ринків). Мова йде про ризик значного знецінення валюти у разі, коли іноземні кредитори почнуть масово розпродавати свої вимоги та отриману в результаті цього валюту на міжнародному ринку. Схожий ризик виникає, коли держава емітує надто багато боргових цінних паперів, деномінованих в іноземній валюті, не забезпечивши при цьому достатнього рівня іноземних валютних резервів і викликавши цим самим тривогу кредиторів через загрозу неповернення боргу. У будь-якому разі розпродаж активів держави-емітента інтернаціоналізованої валюти приведе до зменшення їхньої ціни і, відповідно, до втрат інвесторів-резидентів, навіть якщо центральному банку вдасться вберегти валюту від знецінення.

Третя загроза виникає для національної фінансової системи і пов'язана із випуском іноземних боргових цінних

паперів для резидентів держави. В минулому частка таких зобов'язань була ледь помітною, але поступово досягнула суттєвого значення у багатьох країнах. У такому разі втрата платоспроможності іноземних позичальників може завдати значних збитків не лише кредитор-резиденту, але й усій системі, оскільки останній часто зв'язаний зобов'язаннями з іншими учасниками національного ринку, які він стає не в змозі виконати, провокуючи цим самим ефект доміно.

Четверта загроза впливає із попередньої, але має ширші макроекономічні наслідки. Випуск іноземних облігацій на внутрішньому ринку, як і емісія вітчизняних облігацій на зовнішніх ринках, може привести до більшій волатильності внутрішніх процентних ставок та курсу валюти в умовах спалаху (навіть незначного) кризових явищ. Звичайно, існує багато каналів, через які криза передається від одних країн до інших, але інтернаціоналізація валюти, що детермінується взаємним між-

народним випуском боргових зобов'язань, є чи не найширшим із них.

Висновки. Переваги інтернаціоналізації валюти більшою мірою проявляються для приватного сектору держави, причому ефект буде більшим саме у порівняно малих економіках. Вигода від інтернаціоналізації валюти для державного сектору та суспільства загалом є менш очевидною. Звичайно, уряди отримують можливість частково чи повністю фінансувати бюджетний дефіцит, випускаючи боргові зобов'язання в національній валюті для іноземних ринків. Таким же чином уряд може вирівнювати дефіцит платіжного балансу, не залучаючи власні золотовалютні резерви. Додатково можна згадати вигоди від сеньйоражу, які, проте, частково нівелюються через використання популярних валют у нелегальних транзакціях, як то наркотрафік тощо. Загрози ж інтернаціоналізації найгостріше проявляються на рівні державного сектору чи навіть всієї фінансової системи держави та світу.

Список використаних джерел:

1. Cohen B.J. The geography of money / B.J. Cohen. — Ithaca, NY : Cornell University Press, 2000. — 248 p.
2. Kenen P. Currency internationalisation: an overview / P. Kenen. — Bank for International Settlements, 2011.
3. Lai E. L.-C. Invoicing currency in international trade: an empirical investigation and some implications for the renminbi / E. L.-C. Lai, X. Yu // *The World Economy*. — 2015. — Vol. 38, № 1. — P. 193–229.
4. Cohen B.J. The future of sterling as an international currency / B.J. Cohen. — Macmillan, 1971. — 288 p.
5. Cohen B. The benefits and costs of an international currency: getting the calculus right / B. Cohen // *Open Economies Review*. — 2012. — Vol. 23, № 1. — P. 13–31.
6. Буторина О.В. Международные валюты: интеграция и конкуренция: монография / О.В. Буторина. — М.: Деловая литература, 2003. — 368 p.
7. Helleiner E. The future of the dollar / E. Helleiner, J. Kirshner. — Cornell University Press, 2012. — 267 p.
8. Lim M. E.-G. The euro's challenge to the dollar: different views from economists and evidence from cofer (currency composition of foreign exchange reserves) and other data / M. E.-G. Lim. — International Monetary Fund, 2006. — 41 p.
9. Bénassy-Quéré A. The euro as an international currency / A. Bénassy-Quéré. — Université Panthéon-Sorbonne (Paris 1), Centre d'Économie de la Sorbonne, 2015.
10. Tavlas G.S. The international use of the us dollar: an optimum currency area perspective / G.S. Tavlas // *World Economy*. — 1997. — Vol. 20, № 6. — P. 709–747.
11. Gourinchas P.-O. From world banker to world venture capitalist: us external adjustment and the exorbitant privilege / P.-O. Gourinchas, H. Rey. — National Bureau of Economic Research, 2005.
12. SWIFT. Worldwide currency usage and trends / SWIFT. — 2015. — <https://www.swift.com/node/19186>
13. Devereux M.B. Vehicle currency / M.B. Devereux, S. Shi // *International Economic Review*. — 2013. — Vol. 54, № 1. — P. 97–133.
14. Matsuyama K. Toward a theory of international currency / K. Matsuyama, N. Kiyotaki, A. Matsui // *The Review of Economic Studies*. — 1993. — Vol. 60, No. 2. — P. 283–307.
15. Bacchetta P. A theory of the currency denomination of international trade / P. Bacchetta, E. van Wincoop // *Journal of International Economics*. — 2005. — Vol. 67, № 2. — P. 295–319.
16. Broz J.L. The international origins of the federal reserve system / J.L. Broz. — Ithaca, N.Y. : Cornell University Press, 2009. — 286 p.
17. Dooley M.P. An essay on the revived bretton woods system / M.P. Dooley, D. Folkerts-Landau, P. Garber. — National Bureau of Economic Research, 2003.
18. McKinnon R.I. The world dollar standard and globalization: new rules for the game? / R.I. McKinnon. — Stanford Center for International Development, 2003.
19. Bénassy-Quéré A. Optimal pegs for east asian currencies / A. Bénassy-Quéré // *Journal of the Japanese and International Economies*. — 1999. — Vol. 13, № 1. — P. 44–60.
20. Kirshner J. Currency and coercion: the political economy of international monetary power / J. Kirshner. — Princeton, N.J. : Princeton University Press, 1997. — 304 p.
21. Strange S. The politics of international currencies / S. Strange // *World Politics*. — 1971. — Vol. 23, № 2. — P. 215–231.
22. Steil B. Financial statecraft: the role of financial markets in american foreign policy / B. Steil, R. E. Litan. — New Haven, Conn.; London : Yale University Press, 2008. — 224 p.
23. Mundell R.A. Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates / R.A. Mundell // *The Canadian Journal of Economics and Political Science / Revue canadienne d'Économie et de Science politique*. — 1963. — Vol. 29, № 4. — P. 475–485.

Аннотация. В работе рассмотрены теоретические подходы к пониманию сущности валютной интернационализации. Раскрыты аспекты классификации международных валют и их функций, выделены предпосылки их формирования и развития. Выявлены преимущества и потенциальные угрозы валютной интернационализации в государстве.

Ключевые слова: валютная интернационализация, международная валюта, функции денег, валютное фактурирование, топ-валюты.

Summary. The paper considers theoretical approaches to understanding the essence of currency internationalization. The aspects of the international currencies' classification and functions are described, the prerequisites for their formation and development are emphasized. Advantages and potential threats of the internationalization of the currency are determined.

Key words: currency internationalization, international currency, functions of money, currency invoicing, top currencies.