



**Економічна теорія**

Томас СІСКУ,  
Євген САВЕЛЬЄВ

**ВАЛЮТНІ РЕЖИМИ  
І ВАЛЮТНОКУРСОВА ПОЛІТИКА УКРАЇНИ  
У ВИМІРАХ «БЛАГОСЛОВЕННОЇ»  
І «НЕБЛАГОСЛОВЕННОЇ» ТРІЙЦИ**

**Резюме**

З'ясовано, що після двадцяти п'яти років зусиль Україна знову зіштовхується із тими ж проблемами, які стояли перед нею чверть віку тому: проблема інтеграції та участь у глобалізованому світі. Зазначено, що країна домоглася істотного прогресу, але багато чого ще належить зробити. Наголошено, що її інтеграція у міжнародні фінансові ринки є відправним пунктом, який має велике значення для держави. Визначено, що країна не змогла скористатися перевагою мобільності капіталу. Вказано, що сьогодні економіка знову потерпає від валютної та банківської кризи, оскільки національна валюта – гривня – девальвує і багато людей втрачають свої заощадження. Обґрунтовано, що політика влади, а особливо Національного банку України (НБУ) не є ефективною. Акцентовано, що суспільство схвильоване та розчароване, тому почало думати навіть про можливість реалізації жорстких рішень у рамках концепції біполярності, таких як запровадження валютної ради, офіційної доларизації чи навіть завчасної євроїзації. Констатовано, що навіть якщо ці рішення і видаються вкрай привабливими, оскільки в якійсь

© Томас Сіску, Євген Савельєв, 2016.

Сіску Томас, доцент, Технологічний інститут Західної Македонії, Касторія, Греція.  
Савельєв Євген, докт. екон. наук, професор, Тернопільський національний економічний університет, Україна.

мірі вони здатні «заморозити» ситуацію і таким чином зупинити низхідну спіраль, то вони не підходять для випадку України. Для кращого розуміння ситуації в першому розділі розглянуто проблему вибору належного валютнокурсвого режиму з позицій концепції «благословенної» і «неблагословенної» трійці. У другому розділі зосереджено увагу на двох популярних рішеннях – валютній раді та офіційній доларизації, а також проаналізовано їх переваги та недоліки. У третьому розділі досліджено випадок України і проаналізовано можливості застосування цих режимів в економіці країни. У четвертому розділі представлено наші пропозиції для України та розглянуто перший рівень проблем реалізації вказаних пропозицій. У п'ятому розділі підсумовано все вищевказане.

### **Ключові слова**

Валютнокурсвий режим, офіційна доларизація, плаваючий курс, ринки, що розвиваються, таргетування, фінансіалізація, фінансова глобалізація, фінансова криза.

**Класифікація за JEL:** F30, F31, F33, G20, G28.

### **Фінансіалізація: новий ландшафт валютного курсоутворення**

Проблема вибору валютнокурсвого режиму досі викликає гарячі дискусії серед наукового економічного товариства. Економічна спільнота певною мірою розділилася на тих, хто вважає, що валютні курси не мають значення (монетаристи), і тих, хто переконаний, що валютні курси мають значення, і тому інструменти валютнокурсвої політики можуть та повинні бути частиною економічної політики (ДеГроув, 2004, Ляшенко, 2012, с. 300). Після багатьох років дискусій ми розуміємо, що істина знаходиться десь посередині, і Джеффри Франкель (1999) правий, стверджуючи, що «...не існує єдиного режиму валютного курсу, який би однаково підходив для усіх країн чи для усіх часів». З огляду на це слід детально вивчати національні умови та особливості, щоб обрати валютнокурсвий режим, що підходить конкретній країні.

Лише так можна обрати такий режим валютного курсу, що відповідав би завданням економічного розвитку.

З кінця 1980-х рр., в часи інтенсифікації мобільності капіталу і криз, що мали місце як у розвинених країнах (як, наприклад, кризи європейської валютної системи у 1992 р. і кризи шведської крони у тому ж році), так і у країнах, що розвиваються (наприклад, криза мексиканського песо 1980 р., «текілова» криза 1992 р., азійська криза 1998 р., аргентинська криза 1999 р., криза російського рубля 2008 р. та особливо велика криза 2007–2008 рр.), ландшафт валютного курсоутворення змінився: основна увага змістилася з мобільності товарів на мобільність капіталу та проблеми міжнародних фінансових ринків. Питання вибору правильного режиму валютного курсу загострилося, тому вищенаведений вислів Дж. Франкеля можна доповнити словами Ендрю Роуза (2011), який сказав, що режимами валютних курсів є «дивними: ексцентричними і ненадійними».

Попри наявність численних досліджень криз і нової ситуації із мобільністю капіталу ми все ще маємо керуватися максимом Джебфрі Франкеля і детально досліджувати кожен випадок окремо для того, щоб зробити правильний вибір. При цьому має враховуватися, що монетарний режим на рівні окремої країни повинен знаходитися у певній кореспонденції із монетарним режимом міжнародного рівня (Козюк, Крисоватий, Савельєв, 2014, с. 264). Однією з концепцій, що сприяє кращому розумінню цього питання, є концепція «благословенної» і «неблагословенної» трійці, яку вперше запропонували Де ля Торре, Леві-Сяті і Шмуклер у 2002 р.<sup>1</sup>

У своїй статті «Фінансова глобалізація: нерівні благословення» автори дослідили, які характеристики країн сприяють їх інтеграції до міжнародних фінансових ринків, а які – ні. Аналіз міжнародної оборотності валюти країни, концепції цінової гнучкості (цінової гнучкості валюти активів) і регулювання фінансового сектору дав змогу авторам розробити концепцію «благословенної» і «неблагословенної» трійці.

«Благословенною» трійцею є ситуація, коли одночасно виконуються три умови: валюта країни має міжнародне визнання, вона має гнучку ціну (тобто гнучкий валютнокурсний режим), а економічне і фінансове середовище в країні є стабільним та ефективним.

Це ситуація, коли валюту країни визнають як платіжний засіб й міру вартості активів як всередині країни, так і за кордоном, але більше значення

<sup>1</sup> В Україні і на пострадянському просторі ця концепція не набула розвитку. Зазначимо лише, що Н. Е. Андропова у докторській дисертації звернула увагу на доцільність включення країн з ринками, які формуються, до процесів фінансової глобалізації у формі «благословенної» трійці, перекладаючи термін російською як «благословенна тріада» [«благословенная триада»], що дещо спрощує її внутрішній зміст (Андропова, 2014, с. 29).

має здатність країни деномінувати та здійснювати емісію своїх міжнародних боргових зобов'язань у національній валюті (Де ля Торре та ін., 2002, с. 3)<sup>2</sup>.

У випадку «благословенної» трійці, валютний курс і ціни активів є гнучкими, що дає змогу здійснювати належну оцінку вартості активів та її корекцію з огляду на зміни міжнародної кон'юнктури. Девальвація, чи знецінення такої валюти, слугує механізмом, що «перемикає» потоки споживання, не призводячи до дестабілізації економіки, яка, в свою чергу, викликала б зниження обсягів виробництва і дестабілізацію фінансового ринку (Де ля Торре та ін., 2002, с. 4).

Економіка у країні «благословенної» трійці функціонує в чітко визначеному і стабільному регуляторному середовищі, де забезпечується дотримання фінансових контрактів, а діяльність фінансового ринку чітко регулюється, що дає змогу мінімізувати проблему «принципал – агент» (інформаційні асиметрії, несприятливий відбір, недооцінку ризику та ін.) (Де ля Торре та ін., 2002, с. 4).

З огляду на вищезазначене можна сказати, що поняття «благословенної» трійці описує випадок, коли: країна може самостійно формувати свою стратегію, не турбуючись про політику інших країн; країна має достатню фінансову ліквідність, забезпечену національною валютою; країні не загрожує доларизація; обмінний курс виконує функцію перемикача, що дає змогу країні адаптуватися до змін у середовищі ведення бізнесу, не порушуючи загальноекономічний процес; все це підтримується ефективним і стабільним регуляторним середовищем.

Протилежним до «благословенної» трійці є випадок так званої «неблагословенної» трійці, коли наявні в країні умови не сприяють її інтеграції до міжнародного фінансового ринку. Це ситуація, коли одночасно поєднуються слабкість національної валюти, страх вільного плавання та низька якість регуляторного середовища (Де ля Торре та ін., 2002, с. 6). В цьому випадку країна має національну валюту, що не має міжнародного обертання, тобто національна грошова одиниця використовується лише в межах країни, але не за кордоном, вона не може використовуватися для випуску міжнародних боргових зобов'язань, тому країна не може здійснювати запозичення у національній валюті, що змушує її використовувати значні обсяги іноземної валюти і робити запозичення в іноземній валюті (доларизація). Активи та пасиви країни деноміновані у різних валютах, що створює для країни валютний і валютнокурсний ризики (Де ля Торре та ін., 2002, с. 7). В такому випадку знецінення національної валюти веде до зростання номінальної вартості бо-

---

<sup>2</sup> Б. Айхенгрін, Паніцца і Хаусман (2005) називають цю проблему «**первородним гріхом**»: коли країна не має можливості здійснювати випуск деномінованих у національній валюті боргових зобов'язань за кордоном, а також довгострокових боргових зобов'язань у національній валюті.

ргових зобов'язань, деномінованих у іноземній валюті, до банкрутств підприємств і, зрештою, до збанкрутіння банків (Де ля Торре та ін., 2002, с. 7).

При цьому всі ці процеси відбуваються в умовах недостатньо врегульованого фінансового середовища, де відсутній механізм забезпечення виконання контрактів, неналежно регулюється діяльність організацій, а фінансові установи мають труднощі з оцінкою активів і пасивів. Звичайно вони діють короткозоро та беруть на себе великі ризики. В цій ситуації, навіть якщо країна і хотіла би зробити обмінний курс своєї валюти плаваючим, вона цього не робить через «страх плавання». Побоювання, що плаваючий валютний курс не лише не допоможе, а й погіршить ситуацію, змушує центральний банк віддавати перевагу використанню облікової ставки як інструменту стабілізації економіки. В цьому випадку центральному банку досить складно допомогти економіці із рефінансуванням саме через наявність у нього ресурсів іноземної валюти та іноземної ліквідності (Де ля Торре та ін., 2002, с. 7).

В цілому можна стверджувати, що коли країна опиняється в умовах «неблагословенної» трійці, тобто ситуації, коли їй важко реалізувати незалежну грошово-кредитну політику, а валютний курс виконує функцію монетарного якоря, вона використовує облікову ставку для стабілізації валютного курсу. Основна проблема полягає в тому, що центральний банк не може виконувати свою функцію кредитора останньої інстанції, оскільки він не може забезпечити той обсяг ліквідності, який потрібний країні. Ця і без того складна ситуація доповнюється недосконалим регуляторним середовищем, яке посилює такі проблеми «принципала – агента» у фінансових контрактах, як інформаційна асиметрія, негативний відбір і моральний ризик. Країна потрапляє у свого роду замкнене коло, де нестабільність макроекономічної сфери посилює проблеми у сферах, що не є об'єктом регулювання, де значна кількість людей використовує зміни для того, щоб сприяти «розмиванню» інформації та поводитися недобросовісно, а це, в свою чергу, ще більше посилює нестабільність економіки<sup>3</sup>.

Як вирішити ці проблеми? Як країні уникнути пастки «неблагословенної» трійці і розірвати замкнене коло? Існує дві групи рішень залежно від того, що вважати головною причиною вказаних проблем. З-поміж першої групи рішень перевага віддається дуже жорсткій прив'язці валютного курсу, оскільки саме валютний курс вважається основною причиною проблеми «неблагословенної» трійці. Щодо другої групи рішень, то тут перевага віддається режиму плаваючих валютних курсів, а основні зусилля зосереджені на грошово-кредитній сфері, а саме стабілізації грошей та інфляції.

<sup>3</sup> Загалом можна вважати, що поняття «благословенної» і «неблагословенної» трійці належать до тієї ж категорії, що й аналіз «неможливої трійці» Мандела. Вони також стосуються міжнародного ринку капіталу і мобільності капіталу, але поглиблюють цей аналіз, оскільки додатково розглядають характеристики міжнародного фінансового ринку.

Саме це і становить зміст біполярної теорії<sup>4</sup>, яка стверджує, що у світі, де капітал є мобільним, існує лише два варіанти: або дуже жорстка прив'язка – валютна рада, офіційна доларизація чи запровадження спільної валюти, або плаваючий валютний курс (Фішер, 1999).

### Жорсткий полюс концепції біполярності

Ми зосередили увагу на двох найбільш жорстких режимах валютного курсу – валютній раді і режимі без суверенного платіжного засобу (який також називають офіційною доларизацією), оскільки ці дві системи часто пропонуються як найбільш прийнятні для України. На нашу думку, прийняття спільної валюти і особливо завчасна євроізація<sup>5</sup> є рішенням нереалістичним, тому ми його не розглядаємо<sup>6</sup>.

### Валютна рада

Валютна рада є реліктом з минулого, пережитком часів колоніалізму. У ті часи валютна рада була органом, який контролював та регулював обіг і емісію грошей у колонії залежно від грошей, що були у метрополії.

Аналогічно сьогоднішня валютна рада є режимом валютного курсу, згідно з яким національна валюта забезпечена (більш ніж на 50 відсотків) резервами іноземної валюти, а валютна рада зобов'язана здійснювати обмін на-

---

<sup>4</sup> Термін «біполярна концепція» вперше був використаний Фішером (1999). Дана концепція не є теорією в строгому значенні цього слова, вона є швидше статистичною закономірністю – автор зауважив, що у 1990-х рр. багато країн відмовлялися від режимів прив'язки курсів своїх національних валют або на користь дуже жорсткої прив'язки, або на користь плаваючого курсу.

<sup>5</sup> Варто розрізнити поняття «євроізація» від поняття «європеїзація». У першому випадку йдеться про тенденції щодо входження чи наближення до зони євро; у другому – про долучення до західної цивілізації.

<sup>6</sup> Існує два способи узаконити використання іноземної валюти як суверенного платіжного засобу. Перший спосіб – одностороннє запровадження іноземної валюти як суверенного платіжного засобу без згоди відповідної іноземної країни, як це зробили, наприклад, Косово і Чорногорія, коли вони в односторонньому порядку узаконили використання євро як національної валюти. Цей випадок є ідентичним до доларизації, і ми розглянемо його в цьому розділі. Інший спосіб – це багатостороннє запровадження іноземної валюти як суверенного платіжного засобу, тобто за згодою країни, чію валюту мають намір узаконити, як, наприклад, офіційне запровадження євро, що вже мало місце 17 разів. Цей випадок не є предметом аналізу в даній статті, оскільки він стосується зовсім іншого кола проблем (Голдстайн, 2002, с. 21).

ціональної валюти на іноземну на вимогу і за твердим обмінним курсом<sup>7</sup> (Голдстайн, 2002, с. 21). При валютній раді грошово-кредитна політика цілком підпорядковується режиму обмінного курсу. Розширення і стискання грошової бази (і, відповідно, коливання внутрішніх процентних ставок) визначається припливом і відпливом валютних коштів. У цих умовах відсутня можливість корегування реального обмінного курсу (Ляшенко, 2012, с. 307).

Прихильники режиму валютної ради віддають йому перевагу, оскільки він дає змогу країнам вирішити три головні проблеми (Голдстайн, 2002, с. 22).

По-перше, грошово-кредитна політика підпорядковується простому правилу: емісія грошей допускається лише за наявності резерву іноземної валюти. Таким чином валютна рада намагається контролювати обіг грошей, а отже, і стабілізувати інфляцію (Голдстайн, 2002, с. 22).

По-друге, очікується, що це ж саме правило (емісія грошей лише за умови наявності резервів іноземної валюти) також сприятиме посиленню фіскальної дисципліни, оскільки фіскальні органи тепер знатимуть, що фінансування за рахунок емісії чи кредитування призведе до проблем.

По-третє, регуляторні органи сподіваються, що законодавче закріплення валютного курсу дасть змогу забезпечити його від спекулятивних атак і таким чином забезпечити його стабільність впродовж більш тривалого часу (Голдстайн, 2002, с. 21).

Розглядаючи вищевказані питання з практичної точки зору, можна стверджувати, що емпіричні дослідження не виявили чітких взаємозалежностей. Здійснений у численних наукових працях аналіз взаємозв'язку між валютнокурсним режимом та інфляцією показав, що в країнах, які мають валютні ради, рівень інфляції є нижчим, ніж у країнах з режимами м'якої прив'язки чи вільним плаванням національних валют (Голдстайн, 2002, с. 24). Якщо брати до уваги розмір країн та інші статистичні параметри, то результати не такі однозначні. Те ж саме стосується і взаємозв'язку між режимом обмінного курсу та фіскальною дисципліною (Голдстайн, 2002, с. 23). Аналізуючи взаємозв'язок між режимом валютного курсу і фіскальною дисципліною, дослідники виявили, що як країни з курсовими прив'язками та валютними радами, так і країни з режимом вільного плавання можуть мати низький бюджетний дефіцит та високу фіскальну дисципліну (Голдстайн, 2002, с. 24). Що стосується режимів жорсткої прив'язки, то слід зауважити, що вона «гарантується» законом чи конституцією. В Аргентині, наприклад, був режим валютної ради і песо дуже часто було об'єктом спекулятивних атак.

На відміну від вищенаведених переваг, валютна рада також має серйозні недоліки. Насамперед це втрата грошово-кредитною політикою здатності реагу-

<sup>7</sup> У минулому деякі країни, такі як Аргентина, Литва, Латвія і Естонія, використовували цей режим. Сьогодні цей режим все ще використовують Гонконг та Болгарія.

вати на циклічні потреби й асиметричні шоки, оскільки за режиму валютної ради грошово-кредитна політика не є незалежною (Голдстайн, 2002, с. 25). Це особливо небезпечно, коли умови в країні, що має режим валютної ради, відрізняються від умов у країні, чия резервна валюта використовується для підтримки валютної ради. Апологети валютної ради стверджують, що зазначена проблема є не такою вже і важливою, оскільки, на їхню думку, навіть країни, які використовують режим вільного плавання, не проводять грошово-кредитну політику через страх «плавання» і натомість намагаються пристосуватися до політики великих країн шляхом зміни відсоткових ставок (Голдстайн, 2002, с. 26)<sup>8</sup>.

По-друге, втрачається здатність використовувати обмінний курс як коригувальний механізм. Це має особливе значення, коли країна, що використовує валютну раду, має переоцінену національну валюту. В такій ситуації країна не може використати номінальний обмінний курс як коригувальний механізм, тому вона змушена шукати інші механізми відновлення міжнародної конкурентоспроможності, такі як зниження цін чи заробітної плати (Голдстайн, 2002, с. 24). Іншим дуже важливим аспектом є здатність режиму валютного бюро зменшувати валютні дисбаланси. Жорстка прив'язка валютного курсу дає змогу валютній раді усунути певною мірою валютний ризик, але не кредитний ризик чи ризик країни, що також може мати важливе значення з точки зору формування валютних дисбалансів (Голдстайн, 2002, с. 26).

Останньою, але не менш важливою проблемою є знижена здатність центрального банку діяти як кредитор останньої інстанції. Це відбувається тому, що центральний банк не може збільшувати пропозицію національної валюти, якщо немає достатніх резервів іноземної валюти. В цьому контексті прихильники валютної ради наводять такі аргументи (Голдстайн, 2002, с. 27):

- за режиму валютної ради центральний банк може виконувати функції кредитора останньої інстанції до певної міри, оскільки даний режим не потребує, щоб національна валюта повністю (на 100%) забезпечувалася іноземною валютою;
- банки самостійно можуть створювати і підтримувати спеціальні кредитні лінії, які можна використовувати тоді, коли це потрібно;
- насправді малим країнам функція кредитора останньої інстанції не потрібна, тому що для них важливе значення має не здатність забезпечувати ліквідність у національній валюті, а здатність забезпечувати ліквідність в іноземній валюті.

---

<sup>8</sup> Багато науковців досліджували взаємозв'язок між режимами жорсткої прив'язки і плаваючих курсів, з одного боку, та обліковою ставкою, з іншого боку, на предмет сталої залежності. Проведені дослідження дали змішані результати, оскільки в багатьох з них було встановлено, що, наприклад, країни з режимом вільного плавання дійсно використовують інструменти грошово-кредитної політики, тоді як інші – ні (Голдстайн, 2002, с. 26).



Вицезгадані проблеми підривають функціонування режиму валютної ради з таких причин (Голдстайн, 2002, с. 27):

- спеціальні кредитні лінії чи вищі вимоги до резервування капіталу створюють додаткові витрати для економіки та знижують ефективність її функціонування;
- ліквідність у іноземній валюті є важливою, її наявність не означає, що ліквідність у національній валюті не потрібна;
- неповна підтримка національної валюти валютними резервами підриває саму ідею валютної ради і не сприяє стабілізації національної валюти.

Таким чином, ми можемо констатувати, що **система валютної ради є режимом, який зосереджує значну увагу на обмінному курсі**. В реальності, як зазначалося вище, він опирається на монетарне правило, згідно з яким обмінний курс національної валюти є **монетарним якорем**. Прихильники даного режиму сподіваються, що використання цього простого правила стабілізує економіку та сприятиме припливу іноземних інвестицій. Однак навіть якщо застосування цього специфічного режиму спрямоване на вирішення багатьох проблем економік з ринками, що розвиваються, особливо тих, що належать до категорії «неблагословенної» трійці, то не схоже, щоб він був придатним для вирішення таких проблем, як міжнародне визнання національної валюти, валютні дисбаланси, недостатній розвиток фінансового ринку чи неповна нормативно-правова база. Важко передбачити, як можна вирішити ці проблеми в межах такого простого режиму, як валютна рада, без застосування спеціальних заходів.

### Офіційна доларизація

Офіційна доларизація, або режим без суверенного платіжного засобу, – це механізм обмінного курсу, який є «на крок» жорсткішим, ніж валютна рада. Замість того, щоб забезпечувати національну валюту іноземними резервами, офіційна доларизація передбачає відмову від національної валюти на користь іноземної. Узаконюючи як національну валюту конвертовану валюту іншої держави (долар, євро, йєну), країна отримує грошову одиницю, що може виконувати функцію міжнародного платіжного засобу. Таким чином, країна вирішує першу проблему «неблагословенної» трійці – створення національної валюти, що має міжнародне визнання. Тепер потрібно з'ясувати, яким чином можуть бути вирішені ще дві проблеми трійці (Де ля Торре, 2002, с. 12; Голдстайн, 2002, с. 33).

Заміна національної валюти міжнародною допоможе подолати багато проблем фінансового сектору, з якими зіштовхуються економіки з ринками, що розвиваються. В першу чергу, це допоможе подолати ринкову роздрібність, тобто поділ на ринок фінансів, деномінований у національній валюті, і ринок фінансів, деномінований у валюті іноземної держави. Це сприятиме інтеграції національного фінансового ринку в міжнародний. Коли в країні використовується іноземна валюта, відсутня проблема валютних дисбалансів, оскільки кредитування та запозичення будуть здійснюватися в одній і тій же валюті. Також відсутній валютний ризик, оскільки немає валютного курсу. Деякі з прихильників доларизації йдуть ще далі, стверджуючи, що усунення валютного ризику приведе до повного зникнення витрат на запозичення і навіть більше – відміна національної валюти усуне ризик банківської паніки (Голдстайн, 2002, с. 35).

У відповідь ми можемо стверджувати, що скасування валютного курсу усуває ризик валютного курсу, але не кредитний ризик чи ризик країни. Найкращим прикладом цього є такі європейські країни, як Греція, Португалія, Іспанія та Ірландія, оскільки їхні банки не мають валютного ризику, але несуть кредитний ризик і ризик країни. Аналогічно ми бачимо, що усунення валютного ризику не обов'язково веде до зниження витрат на запозичення. Прикладом цього є Греція, у якої немає валютного ризику оскільки країна використовує євро, але є високий ризик країни.

Офіційна доларизація має не лише переваги, а й недоліки, деякі з котрих можуть зашкодити економіці країни. Насамперед необхідно вказати на обмежену можливість центрального банку виконувати роль кредитора останньої інстанції. Оскільки центральний банк і уряд країни не наділені правом грошової емісії, стає неможливим зменшення номінальної вартості отриманих кредитів шляхом підвищення інфляції (Голдстайн, 2002). Також дуже важливою – і на цьому слід наголосити – є втрата країною можливості використовувати інструменти грошово-кредитної політики безвідносно до того, наскільки ефективними їх можна вважати. Економіка, яка підтримує режим офіційної доларизації, втрачає здатність використовувати обмінний курс як коригувальний механізм, коли, наприклад, реальний обмінний курс завищений або коли ціни і заробітна плата реагують занадто повільно (Голдстайн, 2002, с. 33). Іншим недоліком цього режиму є втрата доходів від сеньйоражу, тобто доходів центрального банку від випуску безвідсоткових боргових зобов'язань у формі грошових знаків (право грошової емісії) (Голдстайн, 2002, с. 39).

Що стосується недоотриманих доходів від сеньйоражу<sup>9</sup>, в науковій літературі описано декілька варіантів вирішення цієї проблеми, і майже всі ці пропозиції містять певні правила перерозподілу доходів від сеньйоражу між

---

<sup>9</sup> Емпіричні дослідження встановили, що доходи від сеньйоражу оцінюються в 4–5% від ВВП.

країнами<sup>10</sup>. При цьому отримана країною сума буде одноразовою, що не зможе суттєво вплинути на економічну ситуацію в країні.

Щодо втрати можливості реалізувати грошово-кредитну політику прихильники офіційної доларизації висувують такі ж аргументи, як і прихильники валютної ради, а саме: в реальному світі малі країни або країни, що розвиваються, чи інші країни, що опинилися в ситуації «неблагоговенної» трійці, не використовують інструменти грошово-кредитної політики, оскільки не вважають їх ефективними або через страх «плавання» (Голдстайн, 2002; Де ля Торре та ін., 2002; Кальво, 1999, 2001, 2003). Зрештою, на їхню думку, країни завжди можуть використати інструменти фіскальної політики для відлагодження економічних процесів і реагування на зовнішні шоки (Голдстайн, 2002).

На завершення можна констатувати, що офіційна доларизація є більш жорстким режимом порівняно з валютною радою, оскільки національна валюта країни заміщується іноземною резервною валютою іншої країни для того, щоб отримати грошову одиницю з міжнародною оборотністю, що дасть змогу подолати проблеми, пов'язані зі слабкістю національної валюти, роздрібненістю та недостатньою розвиненістю фінансового ринку і валютними дисбалансами. В результаті країні більше не загрожуватимуть валютний ризик і ризик валютного курсу, однак це не означає, що країна не несе кредитного ризику і ризику країни – і саме цим мають опікуватися фіскальні органи, що реалізують пруденційні заходи фіскальної політики<sup>11</sup>. Даний режим також має суттєві недоліки, які не можна ігнорувати, а саме втрату здатності:

- реалізувати незалежну грошово-кредитну політику;
- виконувати функцію кредитора останньої інстанції;
- використовувати механізм валютного курсу в якості коригувального механізму.

Далі потрібно дослідити, коли і за яких умов доцільно запроваджувати цей режим.

<sup>10</sup> Прикладом цього є випадок Європейського валютного союзу, коли доходи від сеньйоражу євро розподілялися між членами валютного союзу.

<sup>11</sup> Пруденційне регулювання в Україні регламентується Інструкцією «Про порядок регулювання діяльності банків в Україні», затвердженою постановою Правління НБУ № 368 від 28.08.2001 р. та Положенням «Про застосування Національним банком України заходів впливу за порушення банківського законодавства», затвердженим постановою Правління НБУ № 346 від 17.08.2012 р. У цих документах визначено нормативи діяльності банків та їхні граничні значення і методи реагування у разі їх порушення.

## Приклад України

Розглянувши та проаналізувавши випадки «благословенної» і «неблагословенної» трійці, слід звернути увагу на випадок України для того, щоб проаналізувати її основні характеристики та розробити рекомендації щодо вибору належного режиму обмінного курсу.

Україна порівняно легко і безкровно здобула у 1991 р. незалежність від радянської імперії, скориставшись переважно сприятливими на цей час політичними умовами. З того часу, видається, що Україна веде дві надзвичайно важливі битви: перша – за економічну незалежність від російської економіки і друга – за трансформацію своєї економічної моделі, що побудована на принципах радянської системи, в систему ринкової економіки.

У 1991 р. Україна отримала незалежність політичну, але економічно країна залишалася залежною від російської економіки. Остання, користуючись сприятливою кон'юктурою на сировинних ринках, особливо ринках енергетичних ресурсів, посилювала свої позиції на світовому ринку і продовжувала впливати на соціально-економічний розвиток України. Насправді в економічному відношенні Україна залишалася цілком залежною від Росії, якій вдавалося суттєво обмежувати незалежність України завдяки використанню інструментів економічної політики. Як нині стало зрозумілим, майже протягом всього періоду незалежності Росія вела проти України гібридну війну, стримуючи її намагання реінтегруватися до європейської і світової економіки. Гібридна війна у сфері політичної економії стала одним з головних факторів суттєвого падіння ВВП: у 2013 р., напередодні військової агресії Росії, ВВП України становив лише 69,5% від рівня 1990 р. (Савельєв, 2015).

У сфері боротьби за перетворення економіки на ефективну ринкову систему прогрес був повільним. У 2008 р. країна зробила великий крок вперед, вступивши до СОТ і випередивши Росію більше як на чотири роки, яка наполягала на тому, щоб Україна не входила до СОТ до того часу, поки умови СОТ не виконає Росія.

В останні роки намітилась тенденція щодо покращення середовища ведення бізнесу. Україна за індексом легкості ведення бізнесу Світового банку у 2015 р. посіла 83-є місце, що перевищує показники попередніх періодів (за критеріями 2010 р. – 142-е місце, 2011 р. – 145-е)<sup>12</sup>. Проте умови для бізнесу в Україні ще залишаються гіршими, ніж у розвинутих країнах і країнах-сусідах, зокрема у Польщі та Російській Федерації (табл. 1).

---

<sup>12</sup> Вікіпедія. Індекс легкості ведення бізнесу [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://uk.wikipedia.org/wiki>.

Таблиця 1

**Індекс легкості ведення бізнесу в 2015 р.**

Економіка	Україна	Сінгапур	США	Німеччина	Естонія	Польща	РФ
Ранг за індексом ведення бізнесу	83	1	7	15	16	25	51
Започаткування бізнесу	30	10	49	107	15	85	41
Отримання дозволів на будівництво	140	1	33	13	16	52	119
Підключення до системи електропостачання	137	6	44	3	34	49	29
Реєстрація майна	61	17	34	62	4	41	8
Отримання кредиту	19	19	2	28	28	19	42
Захист прав міноритарних інвесторів	88	1	35	49	81	49	66
Сплата податків	107	5	53	72	30	58	47
Міжнародна торгівля	109	41	34	35	24	1	170
Забезпечення виконання контрактів	98	1	2	12	11	55	5

Джерело: Doing business. Measuring business regulations [Electronic resource]. – Mode of access : <http://www.doingbusiness.org/rankings>.

«Вузьким» місцем України у роки незалежності були повільні процеси інтеграції до європейської і світової економіки. За час після розпаду Радянського Союзу Литва, Латвія та Естонія набули членства в Європейському Союзі і стали учасниками Єврозони. Це при тому, що Україна, за оцінкою Президента Єврокомісії Жана Клода Юнкера, не зможе стати членом ЄС і НАТО у

наступні 20–25 років<sup>13</sup>. Цей песимістичний прогноз має в основі кризові явища, з яких не може вийти Україна. Зазначимо, що нині ВВП на душу населення за паритетом купівельної спроможності у Польщі і Росії вищий, ніж в Україні майже у 3 рази (табл. 2). Таке відставання досить разюче, адже на початку перехідного періоду ці країни мали схожі доходи на душу населення.

Таблиця 2

**ВВП на душу населення за паритетом купівельної спроможності у 2014 р.**

Світ у середньому	Катар	США	ФРН	Польща	Росія	Україна	Індія
15 147	143 427	54 597	45 888	25 105	24 805	8 668	5 855
Позиція у світі	1	10	18	46	49	106	118

Джерело: (Ревенко, 2015).

Лавина криз в економічній і політичній сферах, обвал всіх основних показників життєдіяльності держави протягом близько 25-ти років перехідного періоду дають підстави беззаперечно стверджувати, що Україна потребує системної реформи з охопленням практично всіх сфер (Курчиак, 2013; Куриляк, 2013; Куриляк, 2012; Савельєв, 2015). Можна у загальному цілком погодитися з провідним міжнародним експертом з питань національних економік України Андерсом Ослундом (2016, 2014, 2013, 2011 і 2010 рр.) щодо потреби України у семи головних реформах: прокуратури і судів; енергетики; державних установ і корупції; державної служби; бюджету; дерегуляції; освіти. За більшістю з цих напрямків в українському суспільстві є розуміння суті перетворень, які треба здійснити, напрацьовані й нові моделі і проекти. Бракує лише «ладу в товаристві», що образно можна описати висловлюванням класика української літератури Л. Глібова у байці «Лебідь, Рак і Щука». Він писав: «У товаристві лад – усяк тому радіє. Дурне безладдя лихо діє, І діло, як на гріх, Не діло – тільки сміх».

Нині найбільш невизначеною сферою реформування залишається економічна. У цій сфері не тільки не розроблено системної моделі всебічних перетворень, а й відсутня політична воля. Діюча економічна модель України сформована під потреби викачування державної ренти олігархічними клана-

<sup>13</sup> Україна не стане членом ЄС і НАТО найближчі 20–25 років [Президент Єврокомісії]. 3 березня 2016 року [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.5.ua/polityka/ukraina-ne-stane-chlenom-yes-i-nato-naiblyzhchi-2025-rokiv-prezydent-yevrokomisii-107946.html>.

ми, які чинять опір реформаторам, починаючи з етапу пошуку рішень. Є безліч факторів, які несприятливо впливають на цю ситуацію. Однією з найважливіших причин, як з'ясувалося, є спосіб, який обрано для розвитку країни. Дивлячись на процес трансформації України впродовж усіх цих років, можна визнати, що вся політична еліта не обрала підхід великого вибуху, де перехід від старої системи до нової відбувається відразу, а зупинила свій вибір на дуже повільному і поступовому методі. Цей неспішливий процес трансформації дав прихильникам старої радянської системи, номенклатури та бюрократії час, щоб побудувати сильну опозицію, яка заважає і досі стримує розвиток (Аслунд, 2011, 2013, 2014; Аслунд та Пасхавер, 2010).

Економічна ситуація в країні демонструє багато слабких місць і дисбалансів. Насамперед це проблема стабільності економіки. Україна потерпає від хронічно високої інфляції. З початку перехідного періоду країна мала темпи інфляції, що в середньому перевищували 10% (рис. 1).

*Рисунок 1*

**Інфляція з часу запровадження гривні у вересні 1996 р.**



Джерело: Zholud, O. (2016). Inflation in Ukraine: Past, Present and Future. In Voxukraine.org. (Retrieved on 10/03/2016).

Аналізуючи розвиток інфляції в часі, ми можемо детально визначити основні макроекономічні проблеми і макроекономічні дисбаланси України. В свої перші роки незалежності, в часи цінової лібералізації, інфляція зросла до високого рівня (Жолудь, 2016). Після запровадження гривні інфляція де-що стабілізувалася завдяки зниженню дефіцитного фінансування і прив'язці гривні до долара, однак ситуація погіршилася паралельно з розгортанням кризи у Росії, яка зачепила й Україну. Коли зруйнувалася російська боргова піраміда, страх інвесторів перекинувся на Україну, що спричинило виведення з країни іноземного капіталу, знецінення гривні і зростання інфляції (Жолудь, 2016). Під час криз 2008 р., Україна, як і інші європейські країни з ринками, що розвиваються, зазнала значних втрат: її ВВП знизився на 14%, тоді як інфляція залишилася на відносно високому рівні через девальвацію гривні. Озираючись на минулі події, ми бачимо чітку картину замкненого кола, коли дефіцитне фінансування, інфляція, девальвація і знецінення взаємно підсилюють один одного.

Висока нестабільність найбільше спостерігалась на валютному ринку. З 2008 р. волатильність гривні мала стійку девальваційну тенденцію. У жовтні 2008 р. розпочалося різке зниження обмінного курсу гривні з 5 до 5,8 гривні за долар США, а у грудні він сягнув 7 гривень за долар. У січні 2009 р. один долар купували за 7 гривень, а наприкінці року вже за 7,9–8 гривень. Залишаючись на цьому рівні до активної фази Євромайдану, в період з 22 лютого до 1 березня 2014 р. (впродовж одного тижня з дня усунення з посади Президента В. Януковича) курс гривні знизився з 8,8 до 10 гривень за долар, згодом відкотившись до 9,3 гривні за долар.

Третя хвиля девальвації гривні розпочалася після рішення Державної Ради РФ щодо приєднання Криму до Росії 16 березня 2014 р. – у першій половині квітня долар купували вже за 11 гривень, а у другій половині квітня в умовах загострення протистояння у східних областях України курс долара почав зростати. У листопаді він сягнув рівня 15,7 гривні за долар. Зрештою, 5 лютого 2015 р. відбувся обвал гривні: її курс сягнув 24,8 гривні за долар США. Нині він відносно стабілізувався і не перевищує 26 гривень за долар США<sup>14</sup>.

З метою стабілізації цін та зниження рівня інфляції регулятор встановив прив'язку гривні до долара США з надією, що це допоможе імпортувати стабільність з-за кордону. Однак цього досягнути не вдалося, і замість того, щоб покращитися, ситуація погіршилася з огляду на значне зростання валютних дисбалансів. Прив'язка гривні до долара дала змогу регулятору усунути валютний ризик, і в населення зникла необхідність про нього турбуватися. Разом з тим, через високий рівень інфляції відсоткові ставки в Україні були

<sup>14</sup> Девальвація гривні [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [http://cyclowiki.org/wiki/%D0%94%D0%B5%D0%B2%D0%B0%D0%BB%D1%8C%D0%B2%D0%B0%D1%86%D0%B8%D1%8F\\_%D0%B3%D1%80%D0%B8%D0%B2%D0%BD%D1%8B](http://cyclowiki.org/wiki/%D0%94%D0%B5%D0%B2%D0%B0%D0%BB%D1%8C%D0%B2%D0%B0%D1%86%D0%B8%D1%8F_%D0%B3%D1%80%D0%B8%D0%B2%D0%BD%D1%8B).



вищими, ніж процентні ставки у США. Така ситуація була дуже сприятливою як для бізнесу, так і для банків. Попит населення та підприємств на іноземну валюту зростав, тоді як банки його задовольняли, оскільки не переймалися обмінним курсом. Банки видавали кредити навіть приватним особам і підприємствам, що не мали доходів в іноземній валюті. Така практика сприяла значному зростанню рівня неофіційної доларизації і валютних дисбалансів. Коли центральний банк України нарешті знизив курс гривні, всі ці особи, підприємства й організації опинилися у дуже скрутній ситуації, як власне і уряд країни, адже зовнішня платіжна позиція країни так само погіршилася (Аслунд і Пасхавер, 2010, с. 27). Динаміка рівня доларизації економіки представлена на рис. 2.

Рисунок 2

**Динаміка доларизації депозитів і кредитів порівняно з темпами девальвації та інфляції (% до попереднього року)**



Джерело: Perelygin, Y. De Dolarization of a Dollarized Economy: retrieved on March 10, 2016 [Electronic resource]. – Mode of access : from <http://voxukraine.org>.

Впродовж останніх двох років ситуація суттєво не змінилася. Період 2014–2016 рр. в Україні є періодом війни з Росією і бандформуваннями у східній частині країни, де зосереджена велика кількість підприємств переважно вугільної, металургійної і хімічної промисловостей. Це призводить до поглиблення кризи. У 2015 р. ВВП країни знизився порівняно з 2010 р. на 9,9% (Держкомстат). Граничний обсяг дефіциту державного бюджету України на 2016 р. визначений у сумі 83.694.000 тис. гривень, що становить 12,5% його видатків<sup>15</sup>. Дефіцит державного бюджету в 2016 р. складе 3,7% ВВП. Індекс споживчих цін у 2015 р. зріс на 34,7% (Інфляційний звіт, 2016).

Очевидно, що країна потрапила у ситуацію «неблагословенної» трійці. Гривня не виконує функції міжнародного платіжного засобу. Випуск боргових зобов'язань не може здійснюватися у гривні. Натомість значні обсяги боргових зобов'язань деноміновані в доларах США та інших іноземних валютах. Це відбувається тому, що внутрішній фінансовий ринок недостатньо розвинений. Такі валютні дисбаланси ставлять країну в дуже складне становище. Формується спіраль «заборгованість – девальвація – інфляція», в рамках якої висока інфляція зумовлює девальвацію, і навпаки. Це пояснюється тим, що населення України схильне індексувати ціни і зарплати до вартості долара.

### **Проблеми валютнокурсвої політики в Україні**

Зрозуміло, що Україна опинилась у ситуації «неблагословенної» трійці, в пастці «страху плавання», у замкненому колі доларової заборгованості і високого рівня інфляції всередині країни, в ситуації, коли знецінення національної валюти створює проблеми для економіки, тому що більшість населення і бізнесу отримує кредити в доларах США. При цьому основне питання полягає в тому, як уникнути цієї пастки. Чи може і чи повинна країна використати одне з двох вищезгаданих рішень – запровадження валютної ради чи офіційної доларизації і якщо так, яке саме? Якщо жодне рішення не є прийнятним, то якою має бути стратегія уникнення цієї глибокої пастки?

Дуже часто ЗМІ наводять приклади Литви, Естонії, Латвії та Болгарії як країн, що були у схожій до української ситуації, але змогли трансформувати свої економіки і стати членами ЄС. Перші три країни також увійшли до ЄВС. Болгарія ще не стала членом ЄВС, але очікує в «чистилищі».

Успіх цих країн беззаперечний, і багато хто стверджує, що потрібно завдячувати режиму валютної ради, яка використовувалась у трьох згаданих

---

<sup>15</sup> Розраховано за: Закон України «Про Державний бюджет України на 2016 рік» [Електронний ресурс] // Відомості Верховної Ради (ВВР). – 2016. – № 5. – Ст. 54. – Режим доступу : <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/928-19>.

країнах і все ще використовується у Болгарії. Закономірно виникає запитання, чому б не використати цей валютнокурсний режим в Україні?

Запитання легітимне, але відповіді на нього не так просто. Той факт, що згадані країни приєдналися до ЄВС, не означає, що це відбулось лише завдяки режиму валютної ради. Якби це було так, тоді Болгарія також мала б вже бути членом ЄВС, однак всім відомо, що цього не відбулось<sup>16</sup>.

Зрештою, ми не можемо бути абсолютно впевнені в тому, що приєднання до ЄС і ЄВС було правильною стратегією для цих країн, тому що ми не можемо знати, чого ці країни могли би досягнути поза ЄВС<sup>17</sup>. На початку процесу трансформації ці країни прив'язали свої національні валюти до євро для того, щоб забезпечити грошово-кредитну дисципліну, тому що в ті часи їм бракувало знань, компетенції та інститутів. Вони утримували режим валютної ради впродовж всього цього часу і використовували його в якості якоря на шляху до ЄВС. Зрештою, вони досягли успіху, заплативши дуже високу ціну – девальвацію національної валюти і роки політики жорсткої економії. Вони «прогиналися», буквально «затягували паски» на своїх економіках впродовж 25 років для того, щоб інтегруватися в Європу. Однак слід зауважити, що балтійські країни малі та дуже малі, і, можливо, для них було правильною стратегією «згинатися» задля того, щоб пристосувати свої економіки до «єдиної» великої економіки Європи. Але чи готова така велика країна, як Україна, до такого кроку? Чи готова Україна запровадити режим валютної ради чи офіційно доларизувати свою економіку?

Говорячи про запровадження валютної ради чи офіційної доларизації, слід розглянути одне просте, але дуже важливе питання, яке часто оминають у процесі обговорення України. До якої валюти Україна повинна робити прив'язку – до долара США чи до євро? Україна прагне стати членом ЄС і навіть підписала Угоду про асоціації з Європою, але економіка країни – настільки, наскільки це стосується валюти в обігу, – схоже, рухається в іншому напрямку, а саме в напрямку прив'язки до долара США.

Крім практичної та важливої проблеми, що була згадана вище, слід також брати до уваги розмір і географічні характеристики самої країни при виборі режиму валютного курсу. Теорія оптимальних валютних зон стверджує, що розмір країни має важливе значення при виборі валютнокурсного режи-

<sup>16</sup> Це певною мірою підтверджується концепцією Європейського механізму регулювання валютних курсів II, згідно з якою кожна країна-кандидат повинна впродовж двох років залишатися членом Європейського механізму регулювання валютних курсів, обравши той режим, який, на її думку, буде більш для неї сприятливим за виключенням прив'язки до валюти іншої, ніж євро, і повзучої прив'язки.

<sup>17</sup> На жаль, ми не можемо провести експеримент в економіці, щоб порівняти ситуацію у таких країнах, як Литва чи інші балтійські країни, що є членами валютного союзу, із ситуацією, яка могла б скластися в цих країнах, якщо б вони не були членами валютного союзу, оскільки країна не може одночасно бути і не бути членом валютного союзу.

му, і особливо, що великі країни з великим сектором послуг повинні вибирати гнучкі режими, тоді як малі країни з високою інтенсивністю зовнішньої торгівлі повинні обирати прив'язку чи валютну раду, чи навіть запровадити доларизацію з країною-торговим партнером (Де ля Торре та ін., 2002; Монгеллі, 2002). Це підтверджується на прикладі 90 малих країн, які обрали долар США в якості суверенного платіжного засобу та десятків інших країн, які обрали режим валютної ради (Роуз, 2011).

У випадку України мова йде не про малу країну, а про найбільшу країну в Європі, найбільшу долину в Європі, мабуть, третю найбільшу країну в Європі за розміром населення, країну, багату на природні ресурси і мінерали, розташовану на шляху до Східної Азії. Це також країна з високою інтенсивністю торгівлі із сусідніми країнами, особливо з Росією, навіть при тому, що вона має високу економічну залежність від Росії.

Що найважливіше, це країна, яка все ще перебуває в процесі надважливих перетворень, яка повинна використовувати весь арсенал наявних інструментів економічної політики і яка повинна мати достатню гнучкість для того, щоб пристосуватися до різноманіття складних економічних умов.

Як ми вже пересвідчилися, обидва режими, що розглядаються, вирішують проблеми нестабільності, приділяючи основну увагу національним грошам, але перший вирішує проблему за допомогою запровадження конкретного монетарного правила, а другий – шляхом заміщення національної валюти іноземною. Обидва режими забезпечують обмежений перелік переваг, але мають багато недоліків і, що найбільш важливо, позбавляють країну можливості реалізувати власну грошово-кредитну, фінансову політику та використовувати номінальний обмінний курс в якості інструменту «відлагодження» економіки і коригувального механізму.

Ці недоліки, схоже, значно переважають у випадку України, оскільки країна перебуває у фазі значних структурних зрушень і не може собі дозволити втратити такі важливі інструменти регулювання.

Країні потрібна гнучкість обмінного курсу, щоб переважити зміни у цінах на товари та мінеральні ресурси.

Такою ж важливою є здатність країни відповідати на знецінення рубля Росією, яка використовує політику «розорення сусіда», навмисним знеціненням власної національної валюти.

Дуже важливо мати можливість використовувати відсоткові ставки для запобігання спекулятивним атакам на гривню.

Також, як ми вже багато разів стверджували, для такої країни, як Україна, яка повинна управляти процесом своєї трансформації, дуже важливо мати можливість використовувати такий надзвичайно важливий інструмент, як грошово-кредитна політика.

Обидва режими валютних курсів також не мають вирішального значення для фіскальної політики, оскільки вимагають чітко налагодженої та добре керованої фіскальної політики, як ми це можемо бачити на прикладі країн ПІГ<sup>18</sup>, де в обігу було євро, але водночас вони мали величезні труднощі з фінансуванням свого державного сектору, що змусило їх звертатися за підтримкою до ЄС і МВФ<sup>19</sup>. З цієї точки зору, можна сказати, що дані режими не будуть мати ключового значення і у випадку України, оскільки вона перебуває в стані перехідної економіки та має дуже високі соціальні потреби в усіх сферах, тобто це суспільство, яке потребує гнучкості у сфері державних фінансів.

Також режим валютної ради не сприяє вирішенню вкрай серйозної для України проблеми валютних дисбалансів. Як ми вже згадували, багато економічних суб'єктів в Україні почали брати кредити в доларах тоді, коли влада країни прив'язала гривню до долара. За твердого обмінного курсу населення країни не турбувалось про валютний ризик, а у поєднанні з нижчими відсотковими ставками для позик у доларах обсяги валютного кредитування значно зросли, що викликало валютні дисбаланси на рівні країни. Тому ми не бачимо, яким чином «заморожування» обмінного курсу за режиму валютної ради може сприяти вирішенню проблеми валютних дисбалансів без вживання додаткових заходів, спрямованих на розвиток внутрішнього фінансового ринку.

### **Рішення для України**

Для виходу з кризи Україні потрібен не просто певний режим обмінного курсу, а цілий арсенал можливих інструментів. Сам по собі валютнокурсний режим не може стабілізувати економіку. Валютна рада й офіційна доларизація зосереджують основну увагу на зовнішньому секторі, але проблеми України, схоже, знаходяться всередині країни. Потрібно стабілізувати не потужний і нестійкий міжнародний фінансовий ринок, а економіку країни та рівень довіри до неї з метою подолання труднощів, перекосів і різноманітних інших шоків. Проблема міститься всередині тому, що народ України сам не вірить в економіку власної країни і використовує іноземну валюту. З цих причин будь-які заходи економічної політики, які можна застосувати у випадку України, мають виходити з аналізу внутрішньої ситуації в країні і передбачати використання альтернативних інструментів. Така стратегія, відома як «режим керованого плавання плюс», була запропонована Морісом Голдстайном (2002, 2004).

<sup>18</sup> ПІГ – Португалія, Ірландія, Греція та Іспанія – країни, які першими постраждали від кризи в Європі.

<sup>19</sup> Як вже згадувалось у другій частині нашої статті, ці режими усувають валютний ризик, але не ризик країни і кредитний ризик.

Режим керованого плавання плюс – це режим обмінного курсу, який складається з трьох компонентів: концепції таргетування інфляції, режиму плаваючого валютного курсу і в якості «плюса» – додаткових заходів, спрямованих на подолання проблеми валютних дисбалансів. Головна мета запровадження цього режиму – таргетування інфляції, спрямоване на стабілізацію цін та економіки шляхом відпускання обмінного курсу у вільне плавання і втручання лише з метою корекції гіперреакцій валютного курсу, але в жодному разі не з метою зміни фундаментальних параметрів. Це не той режим, що намагається поєднати цілі інфляційного таргетування з цілями валютнокурсвої політики так, як це часто пропонується робити згідно з правилом Тейлора<sup>20</sup>, яке передбачає врахування фактора валютного курсу, чи як це передбачається індексом монетарних умов<sup>21</sup>, чи як це моделюється у багатьох економетричних моделях<sup>22</sup>.

Що стосується запровадження грошово-кредитної політики таргетування інфляції у таких країнах з ринками, що розвиваються, як Україна, зрозуміло, що це завдання непросте і потребує додаткових зусиль, але воно себе виправдовує. Практика показала, що такі країни страждають від страху «плавання», а Україна на додачу ще й має високий рівень інфляції та індексацію до долара. Тому кожного разу, коли гривня знецінюється чи девальвує, у країні виникають серйозні проблеми.

Таргетування інфляції може бути ефективним у країнах з ринками, що розвиваються, і найкращими прикладами цього є Болівія та Ізраїль, яким потрібно було витратити кілька років на приборкання інфляції і стабілізацію економіки (Голдстайн, 2002, 2004). Боротьба може бути тривалою, але грошово-кредитна політика має бути виваженою – слід передбачити можливі проблеми з інфляцією і не дратуватись через зміни валютного курсу. Інтервенції центрального банку повинні мати виключно епізодичний, дискреційний характер та застосуватись лише у випадках гіперреакцій на валютному ринку.

Зробити це буде не просто і успіх залежатиме від дії багатьох факторів (Тейлор, 2008, 2000, 1993), серед яких:

- незалежність національного банку;

---

<sup>20</sup> Тейлор вважав, що його монетарне правило можна розширити, включивши до нього обмінний курс, і навів приклад того, яким чином це можна зробити. Однак він також стверджував, що це робити не обов'язково, адже якщо обмінний курс і має якийсь вплив на ціни, то цей вплив буде враховано і у звичайному правилі Тейлора (Тейлор, 1993, 2000 а, b, c, d, 2003, 2008).

<sup>21</sup> Індекс монетарних умов був вперше розрахований Банком Канади як показник, що характеризує стан грошово-кредитної сфери в країні. Розраховується як середнє арифметичне зміни цін і коливання обмінного курсу (Осборн-Кінч і Холтон, 2010).

<sup>22</sup> Прикладом економетричної моделі, що враховує монетарне правило та експліцитно враховує зміни у валютному курсі, є модель, запропонована у праці Острі, Гоша і Хамонда (2012).

- спосіб реалізації центральним банком своєї політики, тобто чи використовуватиме він грошово-кредитне правило чи інший механізм;
- спосіб, у який центральний банк інформує громадськість про цільові показники;
- здатність центрального банку переконати громадськість у своїй здатності долати інфляцію.

У випадку України Національний банк для того, щоб імплементувати політику таргетування інфляції, має подолати багато перешкод (Городніщенко, 2016 а, b, с, d; Рілан та ін., 2016 а, b):

- механізм збору даних;
- монополістична структура багатьох секторів і особливо сектору електроенергетики;
- неналежно функціонуючий механізм монетарної трансмісії, що перешкоджає реалізації грошово-кредитної політики;
- недостатній розвиток внутрішнього фінансового ринку, що перешкоджає реалізації грошово-кредитної політики.

Що стосується проблеми валютних дисбалансів, то ми підтримуємо думку Моріса Голдстайна (2002, 2004), який стверджує, що проблема валютних дисбалансів не тотожна проблемі «первородного гріха», яку вперше описали Айхенгрін, Гаузман і Паницца (2005 а, b). Тому її можна вирішити лише з допомогою міжнародної спільноти шляхом створення фінансового ринку облігацій спеціально для економік з ринками, що розвиваються. Таким країнам, як Чехія, Польща, Угорщина і країни Південної Африки, вдалось створити ринки облігацій, деномінованих у національних валютах даних країн. Аналогічно, ми віримо, що Україна – одна з найбільших країн в Європі – також має хороші шанси створити ринок облігацій у власній валюті.

Запровадження гнучкого валютнокурсного режиму може сприяти стабілізації економічної ситуації. Однак це є необхідною, але недостатньою умовою для подолання валютних дисбалансів. З огляду на це влада повинна приділити особливу увагу розвитку ринку капіталу в Україні (Городніщенко, 2016 а, b, с, d; Рілан та ін., 2016 а, b):

- по-перше, слід вирішити проблеми у банківському секторі шляхом відокремлення «поганих» банків від «хороших» банків і надання допомоги для вирішення проблеми непогашених кредитів;
- після цього слід надати допомогу зі створення цільового внутрішнього кредитного ринку, на якому вітчизняні фірми, організації і населення зможуть отримати доступ до ліквідності та хеджувати свої ризики;
- нарешті, слід допомогти у розвитку ринку довгострокових кредитів, включно із пенсійними фондами.

У формуванні валютно-кредитної політики в Україні домінують оптимістичні методи розробки наукових концепцій і прийняття рішень регулятором. Про це свідчать публікації фахівців, що співпрацюють з Національним банком України, які намагаються обґрунтувати розширення використання режиму вільного плавання (Петрик, 2005; Міщенко, Нідзельська, Кулінець, Шулґа, 2010). Хоча з огляду на стан економіки країни варто зосередитися на ширшому використанні інших валютних режимів.

Національний банк України, усвідомивши всю серйозність ситуації, вже оголосив про зміну орієнтирів своєї грошово-кредитної політики на користь таргетування інфляції та режиму вільного плавання, водночас здійснивши ряд заходів у правильному напрямку (Дорожня карта, 2016). Проте в умовах затягування з проведенням радикальних реформ досягнення орієнтирів дорожньої карти Національного банку України з таргетування інфляції нереально. Достатньо сказати, що на 2016 р. НБУ запланована «стрімка дефляція» на рівні 12%. Проте у березні інфляція залишалася на відносно високому рівні – 20,9% (Інфляційний звіт, 2016). Це дає підстави стверджувати, що зміни у грошово-кредитній політиці є складним процесом. Вони потребують особливого дослідження поза рамками даної роботи.

Проте основою розробки національної системи формування валютного курсу є прийняття положення, що на валютний курс впливають майже всі важливі макроекономічні показники країни. Якщо припустити, що світова економіка являє собою єдину автаркійну систему, то потреба у валютному курсі відпадає сама по собі. З огляду на це правомірно стверджувати, що в остаточному плані вирішальне значення для валютного курсу мають грошово-ціннісні фактори та роль і зміна дії кожного з них в умовах існуючого стану економіки.

Для розробки політики валютного курсу в Україні використання грошово-ціннісних факторів має будуватися за законом грошового обігу, який змодельований рівнянням Фішера  $MV = PY$ , де  $M$  – маса грошей в обігу;  $V$  – швидкість обігу грошей;  $P$  – ціна товарів;  $Y$  – обсяг ВВП. Ідея Фішера розвинута В. Ляшенком (Ляшенко, 2012) щодо прийому встановлення залежності між грошовими одиницями двох країн на основі зіставлення рівня цін у цих країнах<sup>23</sup>. Загальний вигляд його моделі має таку формулу:

$$P_o / P_i = M_o / M_i \times V_i / V_o \times Y_i / Y_o, \quad (1)$$

де  $P_o$  і  $P_i$  – рівні цін у порівнюваних країнах;  $Y_o$  і  $Y_i$  – обсяги ВВП цих країн у незмінних цінах;  $M_o$  і  $M_i$  – грошові маси (попит на гроші) в цих країнах;  $V_o$  і  $V_i$  – коефіцієнти швидкості обігу грошей, які встановлюють залежність між грошовою масою і рівнем цін.

<sup>23</sup> Ляшенко В. И. Финансово-регуляторные режимы стимулирования экономического развития: введение в экономическую режимологию : моногр. [Электронный ресурс] / Вячеслав Иванович Ляшенко. – Режим доступа : <http://iep.donetsk.ua/publish/mono/Lyashenko.PDF>.



## **Висновки**

Сьогодні Україна перебуває в дуже складній ситуації, коли інфляція, обмінний курс і валютні дисбаланси взаємно підсилюють один одного по негативній спіралі. В результаті виникає замкнене коло: висока інфляція знижує довіру до гривні, а це в поєднанні з твердим обмінним курсом призводить до валютного заміщення, тобто заміщення гривні іноземними валютами. Для того, щоб розірвати це порочне коло, Україна не може покладатися виключно на використання можливостей таких валютнокурсних режимів, як, наприклад, валютна рада чи офіційна доларизація, оскільки валютна рада в кращому випадку є лише тимчасовим рішенням, а доларизація не дає змоги використати величезний потенціал країни. Чого дійсно потребує країна, то це зміни економічної парадигми, тобто таких змін, які б дали змогу відновити економічну стабільність, підвищити довіру населення до національної валюти, створити середовище, яке б не дезорієнтувало населення країни. Економіці потрібна ретельна спроба створити добре відлагоджений вітчизняний фінансовий ринок, який зміг би забезпечити реалізацію політики інфляційного таргетування та плаваючого обмінного курсу. Ця спроба не буде простою і вимагатиме великих зусиль, терпіння та відданості. Чим швидше держава розпочне запровадження нової грошово-кредитної політики, тим більші переваги вона отримає у майбутньому.

## **Література**

1. Aslund A. (2014). An Economic Strategy to Save Ukraine. Policy Brief, November 2014, Number PB14-24. In: Peterson Institute for International Economics. Retrieved 3/3/2016.
2. Aslund A. (2013). Ukraine's Choice: European Association Agreement or Eurasian Union. Policy Brief September 2013. Number PB11-22. In: Peterson Institute for International Economics. Retrieved on 3/3/2016.
3. Aslund A. (2011). Lessons from the East European Financial Crisis 2008-10. Policy Brief June 2011. Number PB11-9. In: Peterson Institute for International Economics. Retrieved on 3/3/2016.
4. Aslund A. and Paskhaver, O. (2010). Proposal for Ukraine 2010 – Time for Reform. Independent International Expert Commission. In: Peterson Institute for International Economics. Retrieved on 3/3/2016.
5. Calvo A. G. (1999). Fixed versus Flexible Exchange Rates. University of Maryland, College Park, Department of Economics.

6. Calvo A. G. (2001). Economic Policy in Stormy Waters: Financial Vulnerability in Emerging Economies. *Journal of Applied Economics*, Volume IV, pp. 1–25.
7. Calvo A. G. (2003). The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Economies. National Bureau of Economic Research.
8. Calvo G. (2005). Fixed versus Floating Exchange Rates. Retrieved on 30/06/2009 from <http://bsos.und.edu/econ/ciecalvo/html>.
9. Coibion O. and Gorodnischenko, Y. (2016). Inflation Expectations in Ukraine: a Long Path to Anchoring. Retrieved on 10/03/2016 from <http://voxukraine.org>.
10. De la Torre, A., Levy-Yeyati, E. and Schmukler, S. (2002). Financial Globalisation: Unequal Blessings. The World Bank Latin America and the Caribbean Region Office of the Chief Economist. Policy Research Working Paper 29903.
11. Eichengreen, B., Hausmann, R. and Panizza, U. (2005a). The Mystery of Original Sin. In Eichengreen, B., Hausmann, R. (edit). 2005. *Other's People Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies* (pp. 233–265). Chicago and London: University of Chicago Press.
12. Eichengreen, B., Hausmann, R. and Panizza, U. (2005b). The Pain of Original Sin. In Eichengreen, B., Hausmann, R. (edit). 2005. *Other's People Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*. London – Chicago.
13. Frankel, J. (1999). No single currency regime is right for all countries. National Bureau of Economic Research, Working Papers 7238.
14. Frankel, J. (2003). Experience of an Lessons from Exchange Rate Regimes in Emerging Economies. NBER Working Paper.
15. Frankel, J. (2008). Should Eastern European Countries Joint Euro? A review and Update of Trade Estimates and Consideration of Endogenous OCA Criteria. Harvard Kennedy School. Faculty Research Working Paper Series RWP08-059.
16. Goldstein, M. (2002). Managed Floating Plus., From Institute of International Economics. Retrieved on 04/12/2007 from <http://iie.com/book-store/342.html>.
17. Goldstein, M. and Turner, P. (2004). Controlling Currency Mismatching in Emerging Markets, From Institute of International Economics. Retrieved on 04/12/2007 from <http://iie.com/book-store/342.html>.
18. Gorodnischenko, Y. (2016a). What will be inflation in 10 years? Theory and Forecast. Retrieved on 10/03/2016 from <http://voxukraine.org>.
19. Gorodnischenko, Y. (2016b). Capital Control for Ukraine: A Capital Mistake? Retrieved on 10/03/2016 from <http://voxukraine.org>.

20. Gorodnischenko, Y. (2016c). Currency Board for Ukraine? NO! Retrieved on 10/03/2016 from [http:// voxukraine.org](http://voxukraine.org).
21. Gorodnischenko, Y. (2016d). Fix the Hryvnia? Never Again. Retrieved on 10/03/2016 from <http:// voxukraine.org>.
22. Kuryliak V., Savelyev Yev. (2013). Reformierung der ukrainischen Wirtschaft unter dem Einfluss der Globalisierung / Vitalina Kuryliak, Yevhen Savelyev // Osteuropa: Schwierigkeiten bei der Neuorientierung. Berichte Juli – September 2013. – Berlin: Forschungsinstitut der Internationalen Wissenschaftlichen Vereinigung Weltwirtschaft und Weltpolitik (IWVWW) e. V. – S. 33–40.
23. Mongelli, F. P. (2002). «New» Views on the Optimum Currency Area Theory: What is EMU telling us. European Central Bank, WP No 138.
24. Ostry, D., Ghosh, R. and Chamon, M. (2012). Two Targets, Two Instruments: Monetary and Exchange Rate Policies in Emerging Market Economies. Washington D.C.: IMF Staff Discussion Note, February 29, 2012, SDN/12/01.
25. Osborne-Kinch, J. and Holton, S. (n.d.). A Discussion of the Monetary Condition Index. Retrieved on 20/03/2016 from <http://core.ac.uk/download/pdf/6377749.pdf>.
26. Perelygin, Y. (2016). De Dolarization of a Dollarized Economy. Retrieved on 10/03/2016 from <http:// voxukraine.org>.
27. Rilan, O., Bilotkach, V., Coupe, T., Gorodnischenko, Y., Movcan, V., Mylovacov, T., Sologoub, I., Zholud, D., Zholud, O., and Myagky, N. (2016a). Assessing NBU's Foreign Exchange Policy Shift. Retrieved on 10/03/2016 from <http://voxukraine.org>.
28. Rilan, O., Bilotkach, V., Coupe, T., Gorodnischenko, Y., Movcan, V., Mylovacov, T., Sologoub, I., Zholud, D., Zholud, O., and Myagky, N. (2016b). Ukraine's Homework: IMF Program Review Result and New Tasks. Retrieved on 10/03/2016 from <http://voxukraine.org>.
29. Rose, A. (2011). Exchange Rate Regimes in the Modern Era: Fixed, Floating, and Flanky. Retrieved on 20/03/2016 from <http://faculty.haas.berkeley.edu/arose/fff.pdf>.
30. Taylor, B. J. (2008). The Role of the Exchange Rate in Monetary Policy. Retrieved on 14/4/2007 from <http://stanford.edu/~johntayl/>.
31. Taylor, B. J. (2000a). Low Inflation, Deflation, and Policies for Future Stability. Retrieved on 14/4/2007 from <http://stanford.edu/~johntayl/>.
32. Taylor, B. J. (2000b). Recent Development in the Use of Monetary Policy Rules. Retrieved on 14/4/2007 from <http://stanford.edu/~johntayl/>.

33. Taylor, B. J. (2000c). Alternative Views of the Monetary Transmission Mechanism: What Defference Do They Make for Monetary Policy Rules. Retrieved on 14/4/2007 from <http://stanford.edu/~johntay/>.
34. Taylor, B. J. (2000d). Using Monetary Policy Rules in Emerging Market Economies. *Ανάκτηση* 04 12, 2007. Retrieved on 14/4/2007 from <http://stanford.edu/~johntay/>.
35. Taylor, B. J. (1993). Discretion versus Policy Rules. *Carnegie-Rochester Series on Public Policy* 39 (1993), pp. 195–214.
36. Zholud, O. (2016). Inflation in Ukraine: Past, Present and Future. Retrieved on 10/03/2016 from [http:// voxukraine.org](http://voxukraine.org).
37. Zholud, O. (2016). Inflation in Ukraine: Past, Present and Future. Part II. Retrieved on 10/03/2016 from <http://voxukraine.org>.
38. Андропова Н. Э. (2014) Воздействие финансовой глобализации на трансформацию мировой финансовой архитектуры и проблемы участия России в этих процессах. – М. : МГУ, 2014.
39. Держкомстат України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ukrstat.gov.ua/>.
40. Дорожня карта (2016) Національного банку України з переходу до інфляційного таргетування (IT) [Електронний ресурс]. – К. : Нац. банк України. – 16 берез. 2016 р.. – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=28704716>.
41. Інфляційний звіт [Електронний ресурс]. – К. : Нац. банк України. – Квіт. 2016 р. — Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=30350020>.
42. Куриляк В. Є. (2012). Вплив глобалізації на економічний розвиток України / Віталіна Куриляк, Євген Савельєв // *Економіка України*. – 2012. – № 9. – С. 57–69.
43. Куриляк В. (2013). Україна в системі європейського та євразійського інтеграційних процесів / Віталіна Куриляк // *Вісник економічної науки України*. – 2013. – № 1 (23). – С. 84–93.
44. Ляшенко В. И. (2012). Финансово-регуляторные режимы стимулирования экономического развития: введение в экономическую режимологию : моногр. [Электронный ресурс] / Вячеслав Иванович Ляшенко. – Режим доступа : <http://iep.donetsk.ua/publish/mono/Lyashenko.PDF>.
45. Міщенко В. І., Нідзельська І. А., Кулінець А. П., Шульга С. О. (2010). Гнучкий режим курсоутворення: етапи запровадження та наслідки для економічного розвитку України / В. І. Міщенко, І. А. Нідзельська, А. П.Кулінець,

- С. О. Шульга // Науково-аналітичні матеріали. Вип. 15. – К. : Нац. банк України, Центр наук. дослідж., 2010. – 124 с.
46. Новий світовий економічний порядок та глобальні виклики для України : моногр. / [В. Козюк, А. Крисоватий, Є. Савельєв та ін.] ; за наук. ред. проф. А. Крисоватого і Є. Савельєва. – Тернопіль : ТНЕУ, 2014. – 504 с.
47. Ослунд А. (2016). Сім головних реформ для України [Електронний ресурс] / Андерс Ослунд. – Голос Америки. – 2016. – 16 квіт. – Режим доступу : <http://www.radiosvoboda.org/content/article/27498362.html>.
48. Петрик О. (2005). Перехід до більшої гнучкості обмінного курсу в Україні – виклик часу / Олександр Петрик // Вісник НБУ. – 2005. – № 6. – С. 4–11.
49. Ревенко А. (2015). Наш ВВП у паритетному форматі. Де ми у світі? / Андрій Ревенко // Дзеркало тижня. – 2015. – № 24. – 3 лип.
50. Річний звіт Національного банку України за 2015 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua/control/uk/index>.
51. Савельєв Є. В. (2015). Пріоритети у реформуванні української економіки / Євген Савельєв, Віталіна Куриляк // Економіка України. – 2015. – № 5. – С. 79–89.

Стаття надійшла до редакції 10 травня 2016 р.