

українського суспільства. *Інвестиції: практика та досвід*. 2012. № 23. С. 34-37.

7. Амоша О.І., Шамілева Л.Л. Розвиток трудового потенціалу промисловості на засадах соціальної відповідальності: концептуальне та науково-методичне забезпечення. *Вісник економічної науки України*. 2016. №2. С. 3-8.

8. Петюх В.М. Ринок праці та зайнятість. Київ: МАУП, 1997. 119 с.

9. Онікієнко В.В. Ринок праці та соціальний захист населення України: ретроаналіз, проблеми, шляхи вирішення: науково-аналітична монографія. Київ: Ін-т демографії та соціальних досліджень ім. М.В. Птухи НАН України, 2013. 456 с.

10. Zakharova O., Pridatko E. Factors influencing staff formation processes at industrial enterprises. *Nowadays and Future Jobs*. Vol. 1, Issue 1. 2017. Pp. 40-51.

11. Валовий внутрішній продукт у СНР-2008 за 2010-2016 рр. / Офіційний веб-сайт Державної служби статистики України. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua/>.

12. Обсяг реалізованої промислової продукції (товарів, послуг) за видами економічної діяльності підприємствах / Офіційний веб-сайт Державної служби статистики України. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua/>.

13. Основні показники діяльності вищих навчальних закладів України на початок 2016/17 навчального року: стат. бюлетень. Київ: Державна служба статистики України, 2017. 208 с.

14. Попит та пропозиція робочої сили / Офіційний веб-сайт Державної служби статистики України. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua/>.

15. Основні показники ринку праці / Офіційний веб-сайт Державної служби статистики України. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua/>.

16. Темпи зростання/зниження номінальної та реальної заробітної плати / Офіційний веб-сайт Державної служби статистики України. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua/>.

17. Впровадження інновацій на промислових підприємствах / Офіційний веб-сайт Державної служби статистики України. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua/>.

18. Колективні трудові спори / Офіційний веб-сайт Державної служби статистики України. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua/>.

19. Вартість основних засобів / Офіційний веб-сайт Державної служби статистики України. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua/>.

20. Зайняте населення за видами економічної діяльності / Офіційний веб-сайт Державної служби статистики України. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua/>.

Є. В. Савельєв

д-р екон. наук, віце-президент АЕН України,

В. Є. Куриляк

д-р екон. наук,

М. В. Лизун

канд. екон. наук,

І. О. Ліщинський

канд. екон. наук

Тернопільський національний економічний університет, м. Тернопіль

КОНЦЕПТУАЛЬНИЙ ДИСКУРС ВИБОРУ РЕЖИМУ ВАЛЮТНО-КУРСОВОЇ ПОЛІТИКИ УКРАЇНИ

Вступ

Актуальність проблеми. Процеси інтеграції, які першопочатково активно розвивалися лише серед невеликої кількості країн, сьогодні охопили усі континенти світу. Швидке збільшення кількості інтеграційних об'єднань є наслідком популяризації ідеї відкритості економіки, посилення процесів спеціалізації, зростання ролі ТНК в міжнародному поділі праці. Сьогодні монетарна інтеграція виступає процесом координації валютної політики, формування наднаціонального механізму валютного регулювання, створення міждержавних валютно-кредитних і фінансових організацій та включає процеси офіційної валютної уніфікації (повна або паралельна доларизація, формування валютних союзів) та безумовної нормативної регламентації фіксування курсу національної валюти до якоря.

Проблема вибору валютно-курсowego режиму досі викликає гарячі дискусії серед наукового економічного товариства. Економічна спільнота певною мірою розділилася на тих, хто вважає, що валютні курси не мають значення, і тих, хто переконаний, що валютні курси мають значення, і тому інструменти валютно-курсогової політики можуть та повинні бути частиною економічної політики. Після багатьох років дискусій ми розуміємо, що істина знаходиться десь посередині, і Дж. Франкель [30] 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 валютно-курсоговий режим, що підходить конкретній країні.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Теоретичні аспекти регіональної валютної інтеграції, ва-

лютно-курсової політики, історичні причини доларизації, валютних рад та формування валютних союзів досліджували такі вчені, як К. Артета [16], С. Беговіч [18], С. Беркмен [19], В. Бігнон [20], З. Боґетіч [21], Е. Боренштейн [22], С. Веймут [62], І. Ветлов [60], Г. Вольф [63], М. Гелос [31], М. Гош [А], Ж. Б. Декільбе [27], П. Імам [37], Дж. Інґрем [38], П. Кіфер [40], Б. Коен [26], Ф. Кумаха [50], Е. Леві-Єяті [44], М. Майлз [48] Р. Мандел [49], Н. Мвасе [50], Дж. Де Ніколо [51], Г. Ортіз [52], Дж. Понсот [54], Р. Радков [55], Л. Рівейра-Батіз [56], М. Савастано [58], А. Си [56], Е. Роуз [57], Дж. Франкель [29; 30], С. Ханке [34], П. Хартман [35], А. Хоніг [36], К. Шулер [50] та ін.

Мета статті полягає в обґрунтуванні процесу глобальної монетарної інтеграції та визначенні на цій основі нових підходів вибору режиму валютно-курсової політики України.

Виклад основного матеріалу дослідження

1. Монетарна інтеграція в умовах трансформації світової валютної системи

Регламентация валютних відносин у світовому співтоваристві відбувалася в межах генезису світової валютної системи. Міжнародні валютні відносини були зумовлені процесом створення світового ринку, поглибленням міжнародного поділу праці та розвитком економічних відносин між різними державами.

Міжнародна валютна система являє собою сукупність міжнародних платіжних засобів (вільні конвертовані валюти, міжнародні колективні валюти); режимів валютного обміну, включаючи валютні курси і валютні паритети; умов конвертованості; механізмів забезпечення валютно-платіжними засобами міжнародного обороту; регламентації та уніфікації міжнародних розрахунків; режимів міжнародних ринків валют і золота; статусів міждержавних інститутів, які регулюють валютні відносини; мереж міжнародних і національних банківських установ, що здійснюють міжнародні розрахункові та кредитні операції, пов'язані із зовнішньоекономічною діяльністю [17; 26].

Світова валютна система покликана виконувати дві головні функції: по-перше, створювати сприятливі умови для розвитку виробництва та міжнародного поділу праці, а по-друге, і найголовніше, забезпечувати безперебійне функціонування її структурних елементів [6].

Проблеми нестабільності сучасної міжнародної валютної системи криються в збільшенні структурних глобальних дисбалансів і накопиченні прихованих системних ризиків. Політика збереження старого порядку сприятиме консервації слабких елементів структури і збереженню її нестійкості. Реальна стабілізація світової економічної і фінансової системи вимагає формування нового підходу, нових принципів і бази існування міжнародної валютної системи. Нездатність і обмеження можливостей сучасного валютного порядку часно і адекватно виробляти необхідний набір механізмів щодо стабілізації системи, викликали необхідність пошуку нових концепцій її реформування, оскільки безпека всієї системи політико-

економічних відносин пов'язана з усвідомленою необхідністю руху до нового порядку міжнародної валютної системи.

Валютна інтеграція є однією з основних тенденцій розвитку світової валютної системи на сучасному етапі глобалізації світової економіки. Валютну інтеграцію доцільно розглядати як реалізацію узгодженої валютної політики країн-учасниць валютної інтеграції, а також створення і функціонування міждержавних організацій, що здійснюють міждержавне валютне регулювання.

Опосередковуючи всі міжнародні економічні процеси в системі світового господарства, валютні відносини зазнають глибоких якісних змін разом із сферою міжнародного виробництва, надання послуг та інвестування. Валютна інтеграція і її форми найчастіше асоціюються з регіональною економічною інтеграцією та появою регіональних валют.

Найбільшого розповсюдження в науковій літературі набула інтерпретація еволюції форм інтеграції Б. Балассою, який виділив п'ять форм: зона вільної торгівлі, митний союз, спільний ринок, економічний союз, політичний союз [17]. Типологія була здійснена на основі критеріїв відміни дискримінації компаній різної національної приналежності і ступеня лібералізації руху факторів виробництва. На найвищій стадії відбувається гармонізація та уніфікація економічної, соціальної і валютної політик.

На практиці однією з найбільш складних проблем є саме процес переходу до повної валютної інтеграції. Дискусії між «монетаристами» і «економістами» про стратегію і терміни подальших кроків створення валютного союзу переважно стосуються проміжної стадії. «Монетаристи» стверджують, що позитивні кроки в напрямку валютної інтеграції сприятимуть зміцненню і прискоренню процесу економічної інтеграції. Такі кроки змусять країни-члени координувати свою економічну і фінансову політику, тим самим зменшуючи відмінності в заробітній платі і цінах, та дозволить легше досягти жорсткості валютного курсу [7]. «Економісти» вважають, що на першому місці повинні бути гармонізація політики та реальна економічна інтеграція, а подальші кроки в напрямку валютної інтеграції не повинні бути зроблені до фактичної конвергенції заробітної плати і цін та завершення структурних перетворень [38].

Але тим не менше, валютна інтеграція призводить до позитивних ефектів, якщо є необхідні умови. У статті Е. Роуза [57] використано доповнене рівняння гравітації, щоб показати, що торгівля між країнами, які мають спільну валюту, значно вигідніша, ніж торгівля між іншими парами країн. Його результати регресії поперечного перерізу показують, що обсяг двосторонньої торгівлі між двома країнами, які входять у валютний союз, в середньому у 3,35 раза більший, як при двосторонній торгівлі між іншими країнами [41].

Загалом же, в економічній літературі до валютної інтеграції або, іншими словами, валютної консолідації (англ. *currency consolidation*)¹ прийнято відносити два доволі різні процеси:

¹ Валютною консолідацією (за термінологією Форекс) також називають тривалий боковий рух курсу валют всупереч висхідним чи низхідним трендам.

– доларизацію (англ. *dollarization*)¹ – одностороннє рішення держави про повне або часткове використання іноземної валюти паралельно із або замість вітчизняної валюти²;

– формування повноцінних валютних (монетарних) союзів (англ. *full-fledged monetary unions*)³ – колективне рішення двох і більше держав про використання спільної валюти.

Незважаючи на деякі спільні риси та кінцевий результат (скорочення кількості валют в обігу), ці два процеси значною мірою відрізняються по своїй суті – в першу чергу через мотивацію створення та суб'єктність монетарної політики (за умов валютного союзу така політика імплементується центральним банком об'єднання із врахуванням колективних інтересів, тоді як в умовах заміщення ініціатором, а часто і єдиним бенефіціаром, стає іноземний центральний банк).

Деякі дослідники до валютної інтеграції також відносять третій тип режимів валютного курсу – валютну раду як одну з форм організації валютно-фінансової співпраці держав, що не передбачає відмови від національної валюти, однак проявляється у жорсткій і забезпеченій резервами фіксації курсу валют на нормативному рівні.

2. Режим валютної ради

Розглянемо кожен із проявів валютної інтеграції більш детально в порядку зростання міри інтенсивності процесів консолідації. Найпростішою формою валютної інтеграції є імплементация режиму валютної ради. Історичний досвід функціонування валютних рад (а вперше їх принципи почали використовуватись із середини XIX століття на Маврикію – на той час острівній колонії Великої Британії) пропонує три теоретичні підходи до їх трактування.

1. Як інститут (чи елемент фінансових інститутів). Так, більш ранні трактування валютної ради розглядають її як інститут, що емітує грошову одиницю (банкноти, монети, а іноді і депозити), яка повністю забезпечена іноземною валютою і конвертується до цієї якірної валюти⁴ за фіксованим курсом [34]. Із інституційної точки зору, режим валютної ради може розглядатись як певний аналог центрального банку (не залежно від його назви) та сукупності його взаємовідносин із комерційними банками, фінансовими установами та урядом, які здійснюються за чіткою детермінованими принципами, що не можуть бути змінені чи ігноровані за жодних умов. Важливим моментом є те, що валютна рада та принципи її функціонування закріплені на нормативному рівні (в тому числі на основі угод із емітентом якірної валюти).

2. Як механізм певного монетарного устрою. Валютну раду можна розглядати як механізм контролю за пропозицією грошей через взаємодію трьох еле-

ментів: валютних резервів держави, курсу прив'язки до валюти-якоря, кількості грошової маси в обігу.

3. Як окремий тип монетарного устрою чи навіть окрема грошова система [55].

Протягом останніх двох століть існували різні способи організації валютних рад. В економічній літературі виділяють низку критеріїв так званої «канонічної» чи «класичної» валютної ради (англ. *'orthodox currency board'*). Основні із них наведені на рис. 1 і включають:

- введення якоря для національної валюти. Дослідники виділяють три підходи до його вибору: прихильники концепції оптимальної валютної зони наголошують на важливості синхронізації шоків із емітентом якірної валюти; «адвокати» торговельної та інвестиційної інтеграції вказують в бік національних валют основних торговельних партнерів; поборники принципу надійності пропонують «найсильніші» валюти. Іноді, але далеко не завжди, потенційний якір може відповідати всім трьом вимогам. Теоретично, прив'язка може відбуватись і до декількох валют [63];

- резерви якірної валюти повинні бути достатніми для конвертації загального обсягу усіх банкнот та монет в обігу (а також загальної суми банківських кредитів у резервному рахунку валютної ради). Зазвичай, необхідні валютні резерви оцінювались як 105-110% грошової бази чи 110-115% грошового агрегату M0⁵;

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

- валютна рада отримує прибуток лише від процентів за валютними резервами (за вирахуванням витрат на випуск готівки) та не здійснює форвардних обмінних операцій. Згадані резерви іноземної валюти формуються з двох джерел: (1) покриття емісії національної валюти в обмін іноземної; (2) зобов'язання комерційних банків зберігати частину власних резервів на рахунках валютної ради. Перше джерело генерує доходи від сеньйоражу, друге – доходи від обов'язкового резервування (різниця між доходами від інвестицій в іноземні цінні папери та виплатами по мінімальних резервах). Зазвичай, чистий дохід валютної ради становить приблизно 1% від річного ВВП держави [59];

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

мічної інтеграції держав-членів окрім введення спільної валюти.

⁴ Чи до золота в минулому.

⁵ Ураховуючи відмінності в законодавстві різних держав, можна спрощено зазначити, що грошова база включає готівку в обігу та резерви комерційних банків у центробанку, тоді як M0 – лише готівку в обігу (хоча, наприклад, у Великій Британії грошова база ідентична M0; в США до грошової бази додатково включають кошти в сховищах комерційних банків (англ. *vault cash*); в Україні – кошти на кореспондентських та інших рахунках НБУ тощо).

¹ Переважно термін «доларизація» використовується незалежно від назви валюти-субститута (у тому числі і для євро чи південноафриканського ранда), хоча іноді стосовно європейської валюти вживають термін «євроізація».

² Часто, особливо в ранніх дослідженнях та у вітчизняній літературі, в якості аналога доларизації називають валютне заміщення, однак у сучасних працях його вважають дещо вузким процесом, про що буде сказано нижче.

³ В західній літературі їх відрізняють від звичайних валютних чи монетарних союзів (англ. *currency unions* та *monetary unions*), які не передбачають подальшої еконо-

отримання позик, але не за рахунок друку нових грошей;

- валютна рада, на відміну від центральних банків, не здійснює маніпуляцій із обліковою ставкою. Розширення і стиснення грошової бази (а, отже, і коливання внутрішніх процентних ставок) визначається припливом і відпливом валютних коштів [10]. Прив'язка до іноземної валюти спричиняє тенденцію до зрівняння процентних ставок та рівня інфляції із емітентом якірної валюти. Винятком є ситуація, коли валютна рада замінює високоінфляційний центральний банк – у даному випадку ціни багатьох товарів є априорі нижчими у вираженні якірної валюти, а отже після

стабілізації слідуватиме певний період наздоганяння, що супроводжуватиметься вищим рівнем інфляції [8; 9];

- валютна рада не діє як кредитор останньої інстанції і не передбачає надання «рятувального жилету» для банків у випадку кризи. Щоправда банкрутства банків доволі рідко зустрічались за умов канонічної валютної ради (на відміну від сучасних прикладів валютних рад);

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

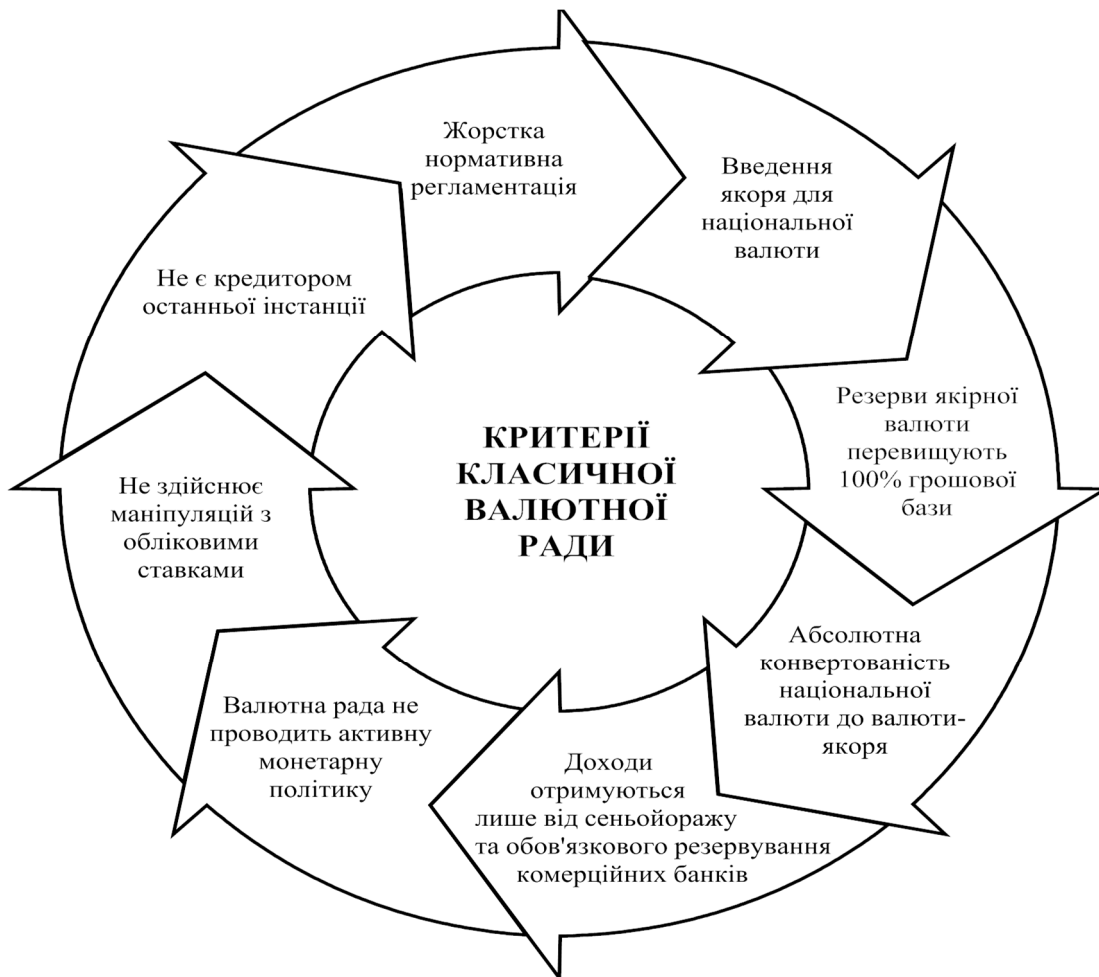


Рис. 1. Критерії канонічної валютної ради

Авторська візуалізація на основі матеріалів [34; 59].

Враховуючи фіксований курс валют та необхідність 100%+ забезпечення резервів в іноземній валюті, канонічна валютна рада не відіграє активної ролі у визначенні об'єму грошової бази. Аналогічно канонічна валютна рада не впливає на співвідношення між грошовою базою та пропозицією грошей, визначаючи лише резервні вимоги до комерційних банків. Але, разом з тим, пропозиція грошей у канонічній валютній раді достатньо еластична до змін в попиті на ринку товарів та послуг, які впливають на зміни резервів іноземної валюти. Профіцит (дефіцит) поточного рахунку приводить до зменшення (зростання) внутрішніх процентних ставок і, відповідно, зростання (скорочення)

пропозиції грошей, як і обсягу виробництва, рівня доходів та цін. Крім того, за умов фіксованого валютного курсу, зміна процентних ставок приводить до притоку (відтоку) капіталу відповідно до принципів процентного арбітражу, що, зрештою, стає підґрунтям для конвергенції процентних ставок із емітентом якірною валюти.

Основною перевагою валютної ради можна назвати високий рівень довіри (англ. *credibility*) до суб'єкта монетарної політики держави. Дослідники відмічають два типових канали її формування: (1) відсутність можливостей для девальвації національної валюти [56]; (2) вирішення проблеми часової невідповід-

ності (англ. *time-inconsistency problem*)¹, пов'язаної з нездатністю монетарного суб'єкта генерувати несподівану інфляцію [28].

Довіра до монетарного режиму посилюється впевненістю в національній валюті, яку Ж. Б. Декільбе та Н. Неновські вважають ключовою перевагою валютної ради, що приводить до макроекономічної стабільності [27]. Вони ж розглядають впевненість як результат вищого рівня конвертованості валюти, який у свою чергу детермінується запровадженням двох «якорів»: фіксованого курсу валют та покриття грошової бази валютними резервами. Дослідники аргументують, що впевненість у національній валюті також імпортується і є похідною впевненості (майбутньої стабільності) в іноземній валюті. Варто зазначити, що валютний ризик не нівелюється повністю в канонічній валютній раді, проте є значно нижчим, ніж в державах із м'якшим монетарним режимом [37].

Г. Вольф та співавтори, окрім «впевненості», виокремлюють також інший аспект, що формує довіру – позитивний «ефект дисципліни» [63]. Даний ефект виникає як результат обмежень та зобов'язань стосовно монетарного зростання, покладених на суб'єкт грошово-кредитної політики, а саме відсутність контролю за грошовою базою та недоступність більшості інструментів монетарної політики в умовах канонічної валютної ради. Більш того, відсутність функціоналу кредитора останньої інстанції, зазвичай, вважається стимулом зростання фінансової дисципліни та зменшення морального ризику в банківській системі, оскільки комерційні банки менш схильні до здійснення високоризикових трансакцій, знаючи, що в разі проблем із ліквідністю, вони не знайдуть підтримки у монетарного регулятора [53]. Дж. Франкель відзначає, що останній аспект особливо актуальний для країн, що розвиваються, чії банківські системи схильні до загроз, пов'язаних із асиметричною інформацією, втратою ліквідності та морального ризику [29].

Деякі дослідники приходять до висновку, що валютні ради знижують рівень процентних ставок [56] (більш коректно вести мову про зближення їх рівня із емітентом якірної валюти) та волатильність темпів приросту обсягів виробництва [42]. Л. Рівейра-Батіз та А. Си, порівнюючи режими валютних рад із стандартною фіксацією курсу валют, приходять до висновку, що першим притаманна більша стабільність і вони генерують менше безробіття, при цьому демонструючи більший приріст добробуту.

Більш того, режим валютної ради є жорстко регламентованим законодавчими нормами держави, що робить доволі затратним відмову від його використання. Ф. Кіфер та Д. Стасеведж доводять, що саме офіційний статус валютної ради є джерелом політичних зобов'язань, а не прив'язка до курсу сама по собі [40]. Але разом з тим, вартість переходу (англ. *switching costs*) на інші режими валютного курсу, в разі потреби (насамперед, тривалих глобальних шоків), є значно меншою порівняно із устроєм без окремої національної валюти.

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

Відсутність можливості оперативного реагування на зміни світової кон'юнктури з допомогою інструментів валютно-курсової політики – це та плата, яку змушені платити адепти валютної ради за стабільність «під крилом» емітента якірної валюти. Враховуючи майже відсутній вибір засобів впливу на грошову базу, монетарний інститут не може повноцінно стерилізувати² потоки капіталу, а отже, дефіцит поточного рахунку чи раптовий приплив капіталу автоматично транслюється на обмеження внутрішньої ліквідності та вищий рівень відносних процентних ставок [54]. Більш того, якщо таки має місце монетарне розширення, то воно є значно скромнішим у порівнянні із класичним центральним банком, що може забезпечити створення грошової маси забезпеченої лише внутрішніми активами. Побічним моментом такого обмеження є те, що валютна рада втрачає частину доходів від сеньйоражу, який міг би генеруватись від новоствореної грошової бази, забезпеченої внутрішніми активами. А оскільки валютна рада не є кредитором останньої інстанції і не може використовувати широкий інструментарій для протидії кризі ліквідності, то комерційні банки, зазвичай, утримують більш суттєвий обсяг резервів, тим самим додатково стримуючи монетарне зростання.

За умов валютної ради уряд не може використовувати її активи для фінансування дефіциту бюджету шляхом продажу державних цінних паперів, що часто приводить до обмежувальної фіскальної політики (англ. *constrain fiscal policy*) та наділяє монетарну політику дефляційною схильністю (англ. *impart a deflationary bias*) [24]. Як наслідок усіх зазначених вище факторів, канонічна валютна рада здійснює стримувальний вплив на економіку держави (англ. *contractionary effects on the economy*) [54].

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

¹ Під часовою невідповідністю розуміють ситуацію, коли монетарний суб'єкт заявляє про застосування однієї стратегії поведінки, а на практиці здійснює абсолютно інші заходи (особливо в кризовий період). У нашому випадку, в першу чергу, мова йде про ймовірність відмови від жорсткої прив'язки курсу.

² Стерилізація – сукупність заходів монетарного суб'єкта (переважно операції на відкритому ринку) для протидії впливу профіциту чи дефіциту платіжного балансу на обсяг грошової пропозиції.

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

Однак всі розглянуті вище особливості характерні для канонічних валютних рад. Сучасні ж валютні ради значною мірою відрізняються від своїх попередниць, що існували до 1980-х років, тому їх іноді називають квазі-валютними радами (англ. *quasi-currency board* чи *currency board-like systems*). Так, у своїй монографії Г. Вольф [63] відмічає, що незважаючи на деякі спільні риси із канонічними валютними радами (фіксований паритет, забезпеченість і конвертація до іноземного активу, обмеження на зміну режиму), сучасні ради вирізняються низкою ознак, насамперед пов'язаних із мотивацією створення та середовищем функці-

онування. По-перше, якщо основною метою ранніх валютних рад була переважно інтенсифікація торгівлі, то сучасні аналоги створюються, насамперед, задля досягнення стабільної монетарної політики. По-друге, потоки капіталів в минулому були менш волатильними (за деякими винятками) та менш інтенсивними. По-третє, «захист» курсової прив'язки був безумовною метою монетарної політики. По-четверте, основний масив ранніх валютних рад функціонував на залежних територіях і, на практиці, імплементувався Міністерством по справах колоній в Лондоні із символічним впливом локальних урядів. До цих особливостей можна додати також п'ятий аспект – метаморфозу трансмісійного механізму із провідною роллю процентних ставок у ньому (а не розміру грошової пропозиції).

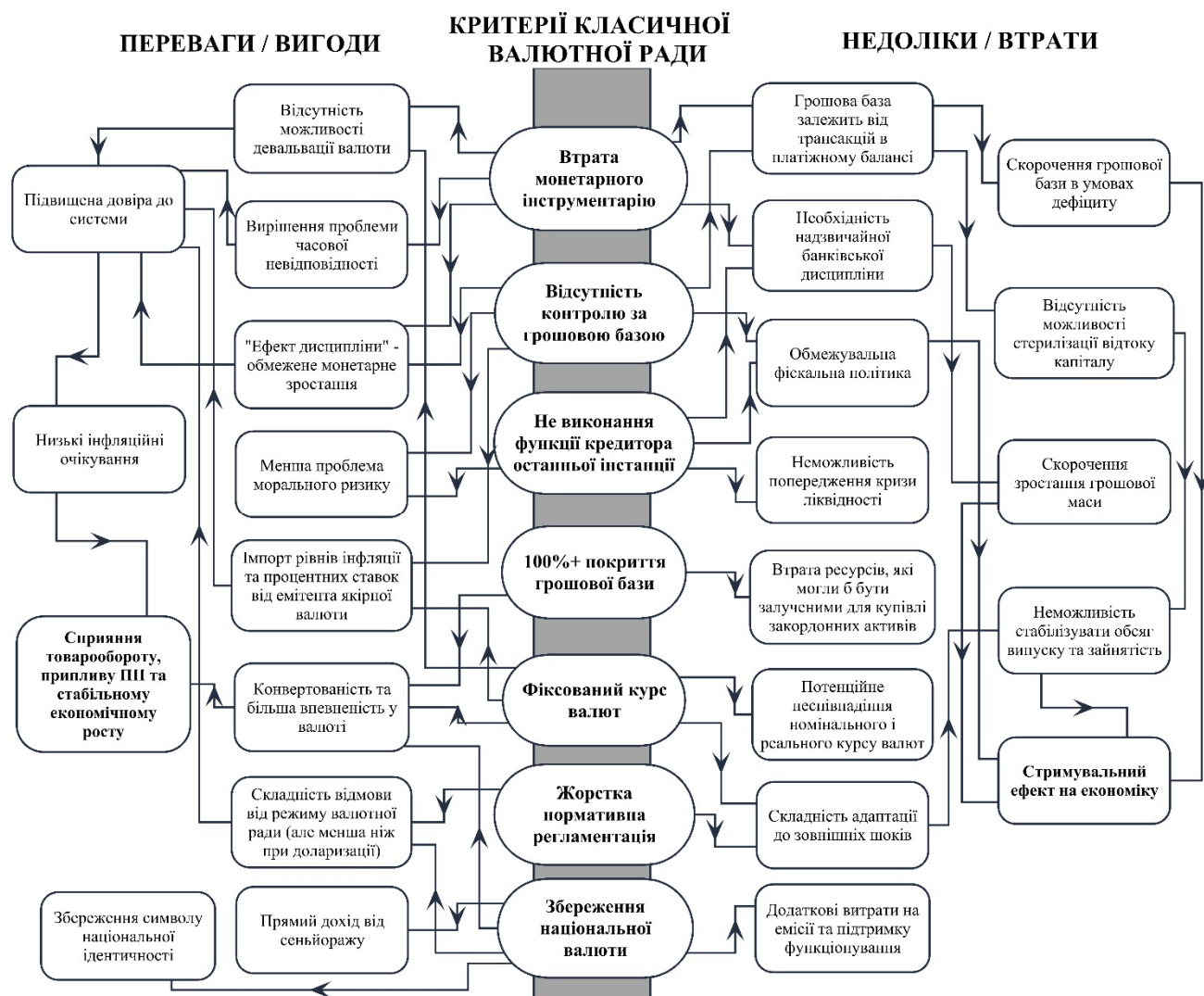


Рис. 2. Переваги та недоліки канонічної валютної ради

Доповнено та модифіковано авторами згідно [18].

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

шого, передбачають можливість неповного покриття грошової бази, здійснення операцій з управління ліквідністю на міжбанківському ринку, детермінацію процентних ставок, надання обмеженого кредитування уряду тощо [5].

3. Режим доларизації

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

фікація доларизації здійснюється в трьох площинах відповідно до: 1) типу активів чи зобов'язань; 2) формальності процесу; 3) його повноти (рис. 3).

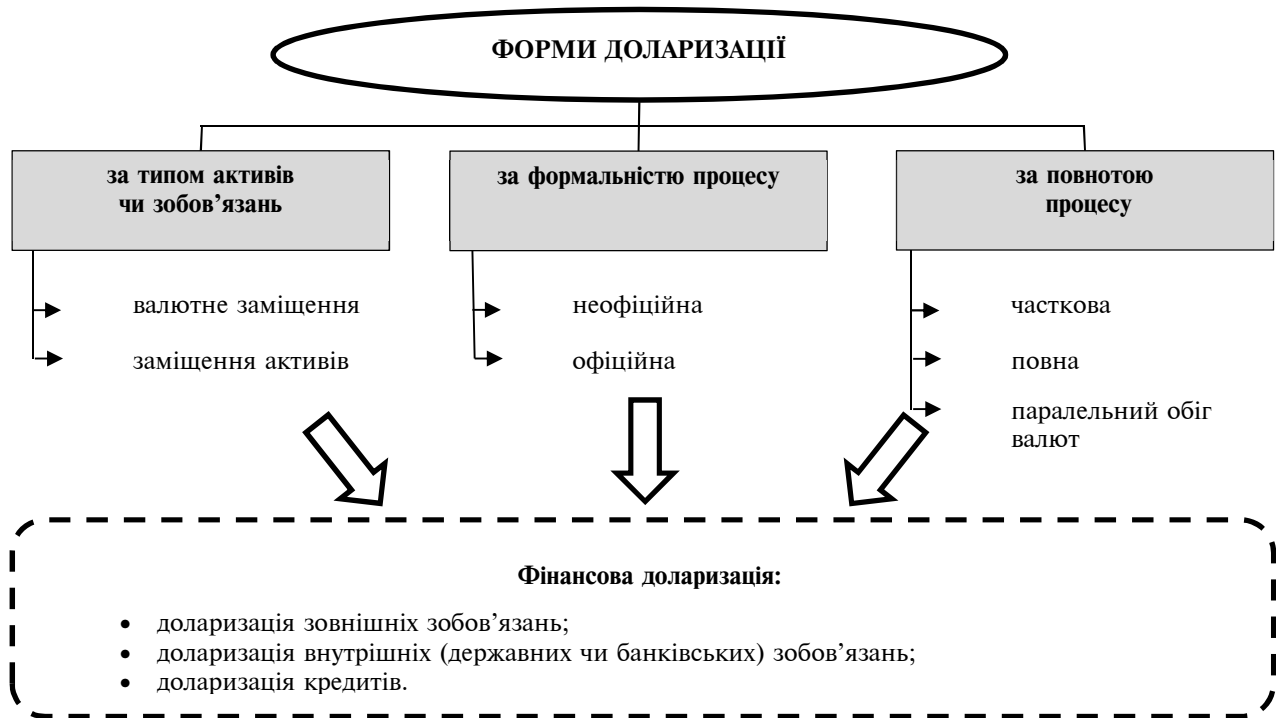


Рис. 3. Типологія процесів доларизації

Сформовано авторами.

Згідно сучасної класифікації [22;44;46] розрізняють наступні форми доларизації:

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

а) валютне заміщення (субституція) або трансакційна доларизація (англ. *currency substitution, transaction dollarization*)¹ – виконання іноземною валютою більшості функцій грошей у вітчизняній економіці, в першу чергу наголошується на виконанні функцій засобу обігу та міри вартості²;

б) заміщення активів (англ. *asset substitution*) – виконання іноземною валютою³ переважно функції засобу нагромадження⁴. Хоча іноді при цьому іноземна валюта може частково виконувати і функції міри вартості чи засобу обігу (наприклад, при купівлі нерухомості).

2. Офіційна (формальна, де-юре) доларизація (англ. *formal, official, de jure dollarization*), яка є повною доларизацією і передбачає заміну національної валюти на іноземну⁵ у всіх трансакціях суб'єктів держави і, що особливо важливо, деномінацію усіх державних та приватних активів та зобов'язань в іноземній валюті.

3. Паралельний обіг іноземної валюти (напівофіційна доларизація, офіційна бімонетарна система)

(англ. *semi-official dollarization, bimonetary systems*) – іноземна валюта є офіційним платіжним засобом на рівні із національною валютою. Часто, така рівність є доволі відносною, наприклад, в іноземній валюті дозволяється відкривати депозити, тоді як виплата зарплат чи дрібні покупки здійснюються в національній валюті [21].

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

доларизацію зовнішніх зобов'язань⁶ (англ. *external liability dollarization*) як корпоративних, так і державних;

доларизацію внутрішніх зобов'язань (англ. *domestic liability dollarization*), яка найчастіше розглядається в розрізі зобов'язань державного та банківського (так звана доларизація депозитів) секторів;

доларизацію кредитів (англ. *credit dollarization*)[31] та ін.

¹ Валютне заміщення іноді може бути і офіційним.

² Тобто національна валюта є псевдо-валютою згідно «Піраміди валют» Б. Коена.

³ Або деномінованих в ній цінних паперів.

⁴ Національна валюта є квазі- або проникаючою валютою згідно «Піраміди валют» Б. Коена.

⁵ Іноді за винятком монет.

⁶ Іноді аналізують і нефінансову доларизацію зовнішніх зобов'язань.

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

Найважливішими передумовами доларизації можна назвати:

- значні макроекономічні турбуленції та високий рівень інфляції;

- фінансові репресії¹ та контроль за рухом капіталу;
- використання іноземної валюти в якості якоря для досягнення макростабільності;
- недорозвинуті фінансові ринки [47].

Таблиця

Найбільш схильні до доларизації активи та зобов'язання

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

Авторська модифікація [20;39].

Перші дослідження [23; 33; 48; 52] 1970-80-х років відмічали відмінності між двома типами доларизації: валютним заміщенням (іноземна валюта в якості засобу обігу) та заміщенням активів (іноземна валюта в якості засобу нагромадження), переважно акцентуючи увагу на першому типі². Історичною передумовою та статистичною базою досліджень став високий рівень інфляції в державах Латинської Америки, викликаний в основному значними фіскальними дисбалансами в державах регіону [25]. Головним постулатом перших концепцій стало твердження про неефективність інструментів монетарної політики в умовах валютного заміщення. Робився висновок, що еластичність валютної субституції зростає під час зростання усвідомленого ризику змін вартості вітчизняної валюти, а очікуваний рівень інфляції є основною рушійною силою доларизації в тій мірі, в якій він сам обумовлюється зміною курсу валют.

Однак ці, на перший погляд очевидні, твердження не знайшли підтвердження в часовій ретроспективі – вже в 1990-х років рівень інфляції в Латинській Америці суттєво знизився та стабілізувався, тоді як рівень доларизації продовжив залишатись високим. Можливим поясненням такого феномену називали тривалу пам'ять резидентів про минулі періоди інфляції, що вимагає непропорційно довшого періоду стабільності та зростання вартості валюти для відмови від іноземного субститута [58]. Альтернативною причиною також називають зменшення вартості «переключення» на долар США³ в якості зручного і вже звич-

ного платіжного засобу [25]. Як бачимо, спостерігається явище близьке за своєю суттю до «інерції утримання» – одного із наріжних каменів моделей зменшених трансакційних витрат від інтернаціоналізації валюти, про яку велась мова в попередньому параграфі. Не дивно, що вже згаданий феномен «гістерезису» часто наводиться також в контексті доларизації [44; 61].

У 1990-х роках акцент досліджень доларизації поступово починає зміщуватись в бік аналізу заміщення активів та, зокрема, фінансової доларизації. Широкий спектр наукових доробків в даному напрямі прийнято класифікувати на три групи [45; 47]: концепції портфелю валют; концепції ринкових помилок та інституційні концепції. Крім того, в даному періоді не можна не відмітити працю А. Гюша, А.-М. Гульде та Х. Вольфа [32], у якій резюмується, що державам із вищим рівнем доларизації чи прив'язкою курсу валют, зазвичай, притаманні нижча інфляція та вищий темп економічного росту, не зважаючи на втрату переваг гнучкості монетарної політики.

Популярним також є інституційний напрямок аналізу доларизації (англ. *institutional view*). Наприклад, Дж. де Ніколо та ін. [51] виявили залежність між недовірою до уряду (яка приводить до посилення доларизації) та слабкими інститутами, які не йдуть на поступки доларовим боржникам у випадку раптової девальвації національної валюти. І. Ветлов називав наступні детермінанти доларизації⁴: високі очікування девальвації, різницю в рівнях інфляції, різниці між

¹ Політика, що робить доходи кредиторів меншими за рівень інфляції (один із засобів ліквідації урядової заборгованості в національній валюті).

² Причому часто доларизація інтерпретувалась саме як валютне заміщення.

³ Англ. *fixed cost of switching to the dollar*.

⁴ На основі емпіричного дослідження ситуації в Литві.

процентами за депозитами в національній та іноземній валюті, дефіцит поточного рахунку та недостатній рівень резервів [60]. Інші дослідження продемонстрували зворотну залежність між рівнем доларизації та заходами із її обмеження (заборона депозитів в іноземній валюті для резидентів) і індексами верховенства права. А. Хоніг довів важливість якості урядування (яку оцінював за допомогою індикаторів бюрократії, корупції, закону та порядку та ін.) в протидії доларизації [36]. Аналогічно, С Веймут продемонстрував залежність фінансової доларизації від низької впевненості інвесторів стосовно дотримання їх прав власності, яка, в свою чергу, проявляється у невеликій кількості інститутів здатних вплинути на рішення уряду (т. зв. *Veto Players*) [62]. Дослідження ж Н. Мвасе та Ф. Кумаха щодо рівня реальної доларизації депозитів в країнах з низьким рівнем доходів, показало, що макроруденційні заходи (такі як резервні вимоги, валютно-курсів обмеження і т. п.) не особливо стримують доларизацію¹ [50].

Що стосується впливу режиму валютного курсу на рівень доларизації, то тут погляди науковців розділились: одні (наприклад, [43]) стверджують, що фік-

сований режим приводить до більшої доларизації депозитів; інші [19; 36] доводять, що режим не є принциповим; треті ж [16; 62] вказують, що в умовах більш гнучких режимів доларизація депозитів буде інтенсивнішою. Деякі дослідження підтверджують, що висока двостороння волатильність валютного курсу загалом сприяє дедоларизації².

Після 2000 р. у багатьох державах починають спостерігатись процеси дедоларизації (англ. *de-dollarization*)³, що не могло відобразитись в наукових дослідженнях. Проте тенденція була не особливо тривалою – після глобальної фінансової кризи 2008 р. процеси дедоларизації пригальмували, а в деяких (але не всіх) державах пішли на спад.

Наслідки доларизації не можуть розглядатись однозначно для держав, які є її суб'єктами. Проте чи не більш важливим є аспект держав, які використовують доларизацію замість повноцінної автономної монетарної політики (у випадку офіційної доларизації) чи адаптовують монетарну політику до умов втрати частини функціоналу національної валюти (за умов часткової доларизації). Результати порівняння переваг та загроз доларизації наведені на рис. 4.



Рис. 4. Переваги та недоліки доларизації для країн, що розвиваються

Джерело: сформовано авторами.

У даному контексті можна виділити наступні переваги доларизації економік країн, що розвиваються:

1. Зменшення адміністративних витрат на підтримку інфраструктури випуску та обслуговування національної валюти [38] у випадку повної доларизації,

а також скорочення трансакційних витрат у випадку часткової доларизації. Ефект такого зниження особливо помітний для малих економік;

2. Мінімізація ризику знецінення національної валюти та стабілізації інфляційних процесів (особливо

¹ Щоправда залежність не була статистично значуща.

² Підтвердження цьому є факти значної дедоларизації в Лаосі (1995 р.), Польщі (1995–2000 рр.), Туреччині

(2001 р.), Болівії, Перу, Парагваї та Уругваї (2001–2010 рр.).

³ МВФ доволі колоритно описує даний процес як «клонитися проти вітру» (англ. 'to lean against the wind').

в умовах офіційної доларизації, чи різних типів фіксації валютного курсу). Насамперед, знижується волатильність реального курсу валют, адже доларизація дає більше можливостей для хеджування та проведення виваженої валютно-курсової політики у відповідності із кошиком валют держав торгових партнерів.

3. Доларизація часто асоціюється із суттєвим зниженням процентів за кредитами для внутрішніх позичальників. Даний ефект виникає, по-перше, через отримання більшого доступу комерційними банками до світових кредитних ресурсів і, по-друге, через зменшення ризику знецінення національної валюти, що, в свою чергу, зменшує «націнку» внутрішніх кредиторів. В той же час, скорочення курсового ризику приводить також до зростання впевненості і, відповідно, капіталовкладень іноземних інвесторів та кредиторів, які стаючи дешевшими, сприяють диверсифікації портфелю резидентів, інтенсифікації їх споживання та інвестицій і, зрештою, до економічного росту в державі. Крім того, дозволяючи створювати валютні депозити в комерційних банках, уряд стимулює демонетизацію економіки, сповільнює процеси валютної субституції та розширює джерело доходів комерційних банків, що, в кінцевому результаті, зменшує відтік капіталів та посилює фінансову стабільність держави [16].

4. Зміцнення фінансового сектору держави через свого роду інтеграцію із більш потужним емітентом валюти-субститута, який стимулюватиме вітчизняні інститути до зростання ефективності та якості наданих послуг. Доларизація може розглядатись як сигнал перманентного прагнення держави до низького рівня інфляції, фіскальної відповідальності та транспарентності (особливо у випадку відсутності цінової та фінансової стабільності в минулому). Доларизація знижує втрату купівельної спроможності податків нарахованих сьогодні але сплачених в майбутньому (обернений ефект Олівейри-Танці). Скорочуються також обсяги необхідних резервів, оскільки доларизація та фінансова інтеграція роблять фінансову систему держави часткою глобального пулу ліквідності.

5. Посилення торговельних та фінансових взаємозв'язків між державами в довгостроковій перспективі можна назвати ще одним позитивним моментом доларизації [22].

На противагу розглянутим перевагам доларизації притаманна також низка загроз. Дослідники здебільшого акцентують увагу на економічних недоліках – таких як втрата монетарної автономії чи доходів від сеньйоражу, проте, на думку Б. Коена, вони є не настільки суттєвими як здається. Значно більшу небезпеку можуть становити політичні наслідки доларизації, такі як втрата могутнього символу національної ідентичності, дипломатична ізоляція тощо. Тим не менше розглянемо більш детально кожен із цих груп загроз.

В економічній площині виділяють такі недоліки доларизації:

- Втрата монетарної автономії через неможливість подальшого здійснення одностороннього контролю за позицією грошей та валютним курсом. Ієрархічну піраміду грошово-кредитної політики за умов офіційної доларизації очолюють ФРС, ЄЦБ чи інші інститути, які лише де-юре повинні враховувати національні інтереси доларизованої держави при прийнятті рішень. Заради справедливості варто зазна-

чити, що монетарна автономія в доларизованих державах переважно суттєво втрачена задовго до початку офіційного визнання чи впровадження доларизації. І чим більшим був рівень валютної субституції викликаний дією ринкових чинників, тим більш фантомними були урядові можливості впливу на макроекономічну ситуацію, а отже реальні втрати монетарних повноважень у випадку офіційної доларизації будуть суто умовними. Проте деякі економісти [38;49] вказують, що побоювання доларизації не є безпідставними. Зазначаючи, що за умов валютного заміщення економіка стикається із нестабільним попитом на гроші, більш еластичною ціновою реакцією на монетарні шоки, сильнішими девальваційними очікуваннями. В умовах фінансової доларизації (насамперед доларизації депозитів) підвищуються вимоги до обсягів резервів.

- Позбавлення такого альтернативного джерела доходів бюджету як сеньйораж. В умовах офіційної доларизації держава втрачає прерогативу емісії грошей, а отже не матиме можливість профінансувати частину власних витрат через «запуск друкарського верстата». Хоча доволі часто держави отримують право деякої компенсації втрат шляхом укладення додаткових угод із емітентом валюти-субститута про участь в сеньйоражі. Втрати сеньйоражу також досить суттєві за умов значного рівня неофіційної валютної субституції.

- Часткова доларизація збільшує балансові ризики (англ. *balance sheet risks*). Прямі валютні ризики виникають через валютні неспівпадіння банківських балансів. Непрямі кредитні ризики пов'язані із девальвацією виникають на підґрунті значних кредитів в іноземній валюті незахеджованим позичальникам. Девальвація нівелює доходи від процентних ставок за кредитами в іноземній валюті, обмежує можливості позичальників до погашення валютної заборгованості, що зрештою може дати поштовх до спалаху банківської та макроекономічної криз [16].

- Втрата привілею «кредитора останньої інстанції» (англ. *lender of last resort*), яка проявляється у неможливості центрального банку вільно проводити дисконтування у випадку фінансової кризи і, відповідно, зростання ризику ліквідності для національних комерційних банків. Щоправда, доларизація знижує загальну потребу в резервах, оскільки зовнішні трансакції, які до офіційної доларизації вимагали обміну валют, тепер можуть розглядатись як еквівалент внутрішніх трансакцій. Відповідно, частина валютних активів центральних банків із стабілізаційного фонду може бути перенаправлена на підтримку фінансових інститутів в умовах кризових явищ. Альтернативою може бути також створення фондів контингентування чи гнучких кредитних ліній з іноземними монетарними та фінансовими інститутами із забезпеченням у вигляді майбутніх податкових надходжень чи частки від сеньйоражу.

- Доларизація може знизити ефективність платежів, оскільки іноземні банкноти не завжди адаптовані до локальних ділових потреб (і дрібних трансакцій). Доларизована країна не може контролювати якість банкнот у циркуляції. До цієї категорії недоліків можна віднести також одноразові витрати на конвертування цін, комп'ютерних програм, касових апаратів, банкоматів і т.п.

Чітко виокремити політичні недоліки та загрози доларизації дещо складніше, враховуючи їх більш комплексну природу. До них відносять:

- Втрата символу національної ідентичності. Б. Коен описує два шляхи впливу такого штибу: по-перше, національна грошова одиниця щоденно нагадує громадянам про їх зв'язок із державою; по-друге, грошова одиниця підкреслює соціальну єдність резидентів та їх відособленість від «решти світу».

- Наявність національної грошової одиниці служить для уряду також своєрідним засобом страхування від ризиків. Повертаючись до розмови про сеньйораж, можна стверджувати, що він є дещо більше не просто альтернативним джерелом доходів. Важливішим фактором є те, що сеньйораж може бути «аварійним» джерелом доходів, який уряд спроможний негайно залучити у випадку надзвичайних ситуацій (наприклад, воєнних дій) не чекаючи на поступлення від податків чи позик. Як писав Дж. М. Кейнс: «Уряд може жити за рахунок сеньйоражу, коли жити немає більше за що».

- Загроза зовнішньоекономічної та дипломатичної залежності. В умовах доларизації держава не може повністю ізолюватись чи провести чіткі економічні границі із зовнішнім світом, втрачаючи цим самим символ політичної влади. Участь у системі валютної ієрархії неминує приводить до залежності.

Загалом, можна стверджувати, що доларизація є природним наслідком зростання відкритості економіки та лібералізації фінансових ринків [49]. Інтегруючись у світову економіку, держава стають більш чутливими до зовнішніх шоків; а прагнення суб'єктів захеджувати ризики неминує приводить до певного рівня доларизації. Завданням держави, в такому випадку, повинно стати визначення та підтримка оптимального рівня доларизації, який залежатиме від таких структурних факторів як розмір економіки, її відкритість, рівень фінансової інтеграції та розвитку ринків. У даному контексті можна виділити наступні переваги доларизації економік країн, що розвиваються:

1. Зменшення адміністративних витрат на підтримку інфраструктури випуску та обслуговування національної валюти у випадку повної доларизації, а також скорочення трансакційних витрат у випадку часткової доларизації. Ефект такого зниження особливо помітний для малих економік.

2. Мінімізація ризику знецінення національної валюти та стабілізації інфляційних процесів (особливо в умовах офіційної доларизації, чи різних типів фіксації валютного курсу). Насамперед, знижується волатильність реального курсу валют, адже доларизація дає більше можливостей для хеджування та проведення виваженої валютно-курсової політики у відповідності із кошиком валют держав торгових партнерів;

3. Доларизація часто асоціюється із суттєвим зниженням процентів за кредитами для внутрішніх позичальників. Даний ефект виникає, по-перше, через отримання більшого доступу комерційними банками

до світових кредитних ресурсів і, по-друге, через зменшення ризику знецінення національної валюти, що, в свою чергу, зменшує «націнку»¹ внутрішніх кредиторів. У той же час, скорочення курсового ризику приводить також до зростання впевненості і, відповідно, капіталовкладень іноземних інвесторів та кредиторів, які стаючи дешевшими, сприяють диверсифікації портфелю резидентів, інтенсифікації їх споживання та інвестицій і, зрештою, до економічного росту в державі. Крім того, дозволяючи створювати валютні депозити в комерційних банках, уряд стимулює демонетизацію економіки, сповільнює процеси валютної субституції та розширює джерело доходів комерційних банків, що, в кінцевому результаті, зменшує відтік капіталів та посилює фінансову стабільність держави.

4. Зміцнення фінансового сектору держави через свого роду інтеграцію із більш потужним емітентом валюти-субститута², який стимулюватиме вітчизняні інститути до зростання ефективності та якості наданих послуг. Доларизація може розглядатись як сигнал перманентного прагнення держави до нижчого рівня інфляції, фіскальної відповідальності та транспарентності (особливо у випадку відсутності цінової та фінансової стабільності в минулому). Доларизація знижує втрату купівельної спроможності податків нарахованих сьогодні але сплачених в майбутньому (обернений ефект Олівейри-Танці). Скорочуються також обсяги необхідних резервів, оскільки доларизація та фінансова інтеграція роблять фінансову систему держави часткою глобального пулу ліквідності.

5. Посилення торговельних та фінансових взаємозв'язків між державами в довгостроковій перспективі можна назвати ще одним позитивним моментом доларизації.

На противагу розглянутим перевагам доларизації притаманна також низка загроз. Дослідники зделишого акцентують увагу на економічних недоліках – таких як втрата монетарної автономії чи доходів від сеньйоражу, проте, на думку Б. Коена, вони є не настільки суттєвими як здається. Значно більшу небезпеку можуть становити політичні наслідки доларизації, такі як втрата могутнього символу національної ідентичності, дипломатична ізоляція тощо. Тим не менше розглянемо більш детально кожну із цих груп загроз.

В економічній площині виділяють такі недоліки доларизації:

• Втрата монетарної автономії через неможливість подальшого здійснення одностороннього контролю за пропозицією грошей та валютним курсом. Ієрархічну піраміду грошово-кредитної політики за умов офіційної доларизації очолюють ФРС, ЄЦБ чи інші інститути, які лише де-юре повинні враховувати національні інтереси доларизованої держави при прийнятті рішень. Заради справедливості варто зазначити, що монетарна автономія в доларизованих державах переважно суттєво втрачена задовго до початку офіційного визнання чи впровадження доларизації. І чим

¹ Так звана «валютна премія» (англ. *“currency premium”*), яка часто розглядається в парі із т.зв. «премією держави» (англ. *“country premium”*) – під якою розуміється додаткове збільшення рівня процента задля компенсації ризику неповернення боргів іноземною державою (дефолту). Доларизація впливає лише на зменшення валютної премії, а не державної (хоча деякі економісти знаходять опосередковану залежність, наприклад)

² Тут і надалі, якщо це не буде принципово, ми вживатимемо термін «валюта-субститут» також і для позначення ефекту субституції активів, що не зовсім коректно з формальної точки зору, але стилістично «легше» сприймається українською мовою.

більшим був рівень валютної субституції викликаний дією ринкових чинників, тим більш фантомними були урядові можливості впливу на макроекономічну ситуацію, а отже реальні втрати монетарних повноважень у випадку офіційної доларизації будуть суто умовними. Проте деякі економісти вказують, що побоювання доларизації не є безпідставними, зазначаючи, що за умов валютного заміщення економіка стикається із нестабільним попитом на гроші, більш еластичною ціновою реакцією на монетарні шоки, сильнішими девальваційними очікуваннями. В умовах фінансової доларизації (насамперед доларизації депозитів) підвищуються вимоги до обсягів резервів.

- Позбавлення такого альтернативного джерела доходів бюджету як сеньйораж. В умовах офіційної доларизації держава втрачає прерогативу емісії грошей, а отже не матиме можливість профінансувати частину власних витрат через «запуск друкарського верстата». Хоча доволі часто держави отримують право деякої компенсації втрат шляхом укладення додаткових угод із емітентом валюти-субститута про участь в сеньйоражі. Втрати сеньйоражу також досить суттєві за умов значного рівня неофіційної валютної субституції.

- Часткова доларизація збільшує балансові ризики (англ. *balance sheet risks*). Прямі валютні ризики виникають через валютні неспівпадіння банківських балансів. Непрямі кредитні ризики пов'язані із девальвацією виникають на підґрунті значних кредитів в іноземній валюті незахеджованим позичальникам. Девальвація нівелює доходи від процентних ставок за кредитами в іноземній валюті, обмежує можливості позичальників до погашення валютної заборгованості, що зрештою може дати поштовх до спалаху банківської та макроекономічної криз.

- Втрата привілею «кредитора останньої інстанції» (англ. *lender of last resort*), яка проявляється у неможливості центрального банку вільно проводити дисконтування у випадку фінансової кризи і, відповідно, зростання ризику ліквідності для національних комерційних банків. Щоправда, доларизація знижує загальну потребу в резервах, оскільки зовнішні трансакції, які до офіційної доларизації вимагали обміну валют, тепер можуть розглядатись як еквівалент внутрішніх трансакцій. Відповідно, частина валютних активів центральних банків із стабілізаційного фонду може бути перенаправлена на підтримку фінансових інститутів в умовах кризових явищ. Альтернативою може бути також створення фондів контингентування чи гнучких кредитних ліній з іноземними монетарними та фінансовими інститутами із забезпеченням у вигляді майбутніх податкових надходжень чи частки від сеньйоражу.

- Доларизація може знизити ефективність платежів, оскільки іноземні банкноти не завжди адаптовані до локальних ділових потреб (і дрібних трансакцій). Доларизована країна не може контролювати якість банкнот у циркуляції. До цієї категорії недоліків можна віднести також одноразові витрати на конвертування цін, комп'ютерних програм, касових апаратів, банкоматів і т. п.

Чітко виокремити політичні недоліки та загрози доларизації дещо складніше, враховуючи їх більш комплексну природу. До них відносять:

- Втрата символу національної ідентичності. Б. Коен описує два шляхи впливу такого стибу: по-

перше, національна грошова одиниця щоденно нагадує громадянам про їх зв'язок із державою; по-друге, грошова одиниця підкреслює соціальну єдність резидентів та їх відособленість від «решти світу».

- Наявність національної грошової одиниці служить для уряду також своєрідним засобом страхування від ризиків. Повертаючись до розмови про сеньйораж, можна стверджувати, що він є дещо більше не просто альтернативним джерелом доходів. Важливішим фактором є те, що сеньйораж може бути «аварійним» джерелом доходів, який уряд спроможний негайно залучити у випадку надзвичайних ситуацій (наприклад, воєнних дій) не чекаючи на поступлення від податків чи позик. Як писав Дж. М. Кейнс: «Уряд може жити за рахунок сеньйоражу, коли жити немає більше за що».

- Загроза зовнішньоекономічної та дипломатичної залежності. В умовах доларизації держава не може повністю ізолюватись чи провести чіткі економічні границі із зовнішнім світом, втрачаючи цим самим символ політичної влади. Участь у системі валютної ієрархії неминує приводить до залежності.

Загалом, можна стверджувати, що доларизація є природним наслідком зростання відкритості економіки та лібералізації фінансових ринків. Інтегруючись у світову економіку, держави стають більш чутливими до зовнішніх шоків; а прагнення суб'єктів захеджувати ризики неминує приводить до певного рівня доларизації. Завданням держави, в такому випадку, повинно стати визначення та підтримка оптимального рівня доларизації, який залежатиме від таких структурних факторів як розмір економіки, її відкритість, рівень фінансової інтеграції та розвиток ринків.

4. Валютні режими в умовах України

Соціально-економічний розвиток України в останні роки характеризується зростаючим зниженням рівня та умов життя населення. Підґрунтям цих процесів є падіння обсягу ВВП, виробленого у середньому на одну особу, зменшення реальних доходів на душу населення, доступ до системи охорони здоров'я, освіти та певних груп товарів і послуг. Через це погіршується спосіб життя та прояви життєдіяльності людей у сферах виробництва і послуг.

Поза тим, що створення валового внутрішнього продукту є кінцевим узагальнюючим показником розвитку матеріальної і нематеріальної сфер, поширене його вживання для характеристики соціально-економічного стану країни є недостатнім, а в деяких економіках навіть оманливим. Щодо України, то за різною динамікою ВВП в окремі періоди, зокрема в період тривалої загальноекономічної кризи 1991-2000 рр. рівно як в період економічного зростання після 2001 р., а з 2013 р. — падіння економіки завжди приховуються багаторічні невирішені проблеми соціального спрямування. В цілому вони стали хронічними і багатосторонніми: зростаюче відставання від європейських стандартів організації заробітної плати і праці, пенсійного забезпечення, систем освіти та охорони здоров'я, ролі у суспільстві науки, культури, фізкультури і спорту, забезпечення робочими місцями.

2014-2015 рр. стали справжнім періодом випробувань для України, який ознаменувався низкою економічних шоків. Чи не найбільшійшими серед них були валютні. Неспроможність Національного банку України впоратись із викликами, що постали перед державою, у тому числі внаслідок російської агресії, привела

до глибинної валютної кризи, найпомітнішим проявом якої стала різка девальвація національної грошової одиниці [7].

За останнє десятиліття економіка України вдруге переживає важкі кризові явища, спричинені макроекономічними дисбалансами, що накопичувалися задовго до кризових 2008 р. та 2014 р. Окрім низки факторів, що були передумовами обох кризових періодів, режим де-факто фіксованого валютного курсу зумовлював зростання зовнішньоторгівельного дефіциту, який у передкризові роки фінансувався, головним чином, надходженнями ПП та зовнішніми запозиченнями. Однак, у кризові роки, коли доступ до міжнародних ринків капіталу погіршувався, притік капіталу змінювався на відтік, у результаті чого формувалася потужний девальваційний тиск [8].

Підписавши Угоду про асоціацію з ЄС, Україна взяла на себе зобов'язання реформи фінансового сектору, кінцевою метою якої має стати повна лібералізація валютного ринку та транскордонних потоків капіталу. У процесі даної фінансової лібералізації доцільно вивчити міжнародний досвід, задля вибору відповідного темпу та послідовності реформ, що дозволить повною мірою використати перевагами вільного руху капіталу та мінімізувати ризики, пов'язані з волатильністю його потоків. Досвід миттєвої фінансової лібералізації (наприклад, в Ізраїлі, Аргентині) наглядно демонструє, що за відсутності належної макростабільності та розвинутих фінансових ринків, шоківі механізми можуть суттєво поглибити економічну кризу.

Нешодавні дослідження економістів МВФ також свідчать, що країни, які запровадили контроль за потоками капіталу до світової рецесії, менше постраждали від різкого економічного спаду. Вибір регулятивних інструментів залежить від багатьох факторів: стану економіки, рівня резервів, стабільності національної валюти, природи потоків капіталу тощо [8].

З огляду на нинішній стан соціально-економічного розвитку та виокремлюючи його головні складові, які спроможні стати базою, вихідним пунктом людського розвитку України, правомірне стверджувати, що головним національним інтересом має бути і є добробут населення. Усі інші інтереси, включно з безпекою є такими, що забезпечують задоволення цього інтересу. Його ігнорування навіть в умовах військових дій, як свідчить досвід Ізраїлю, неприпустимо, що не означає неможливість тимчасового зниження життєвих стандартів через потреби у збільшенні витрат, пов'язаних із забезпеченням перемоги. Щодо України, то у гібридній війні з нею на нинішньому етапі Росія робить ставку на фінансово-економічних важелях впливу, що ускладнює позитивне вирішення соціальних питань, проте не відкладає їх цілком, а потребує своєчасних попереджувальних і випереджальних дій. Зокрема, альтернативою на припинення дії Угоди про зону вільної торгівлі з Росією є створення таких зон з іншими країнами на різних континентах; заборона нею ввезення з України сільськогосподарської продукції, сировини та продовольства потребує просування цих товарів на інших ринках і т. і. Ефективність у веденні гібридної війни визначає можливість розвитку соціальної сфери, і навпаки.

Недооцінка і переоцінка національної валюти означає паритет її купівельної спроможності. Ці явища в умовах глобалізації мають наскрізну дію на функціонування економіки країни, справляючи вплив на

експортерів та імпортерів, конкурентоспроможність і прибутковість компаній, змінює ситуацію із зовнішньою заборгованістю та залученням іноземних інвестицій. Проте, нестабільність валютного курсу та його заниження викликають негативні соціально-економічні наслідки, що проявляється у структурних зрушеннях в економіці через зменшення у національному доході питомої ваги споживання при зростанні споживчих цін і, зрештою, погіршенні рівня життя населення. Соціологічні опитування, проведені Центром Разумкова 18-24 грудня 2015 р. у всіх регіонах України за виключенням Криму та окупованих територій Донецької та Луганської областей, засвідчили, що курс гривні до долара не має жодного впливу на рівень життя лише 7,4% населення. Водночас значний вплив на добробут він справляє у 44,4%, а визначальний – у 23,9% населення [11].

В Україні за часи незалежності випробовувалися різні підходи. Серед них плаваючий (1993 р.), фіксовано-регульований (1994 р.), режим регульованого плаваючого валютного курсу (1997 р.), режим валютного коридору (1998 р.), метод фіксингу на Українській міжбанківській біржі (1999 р.), плаваючий (2000-2003 рр.), поступовий перехід до вільного плавання (2006-2007 рр.), як середньозважена курсів покупців і продавців на міжбанківському валютному ринку за попередній день із можливістю відхилення ± 2 та його фіксація (2009-2012 рр.). Нині НБУ намагається реалізувати модель вільно плаваючого курсу [3;12].

Де-факто до застосування режиму інфляційного таргетування Національний банк перейшов на початку 2016 року. До цього тривала підготовча робота зі створення всіх критично необхідних передумов для його запровадження. На першому етапі (до 2015 р.) були створені технічні передумови, зокрема побудовано макроекономічні моделі, розроблено квартальний прогнозний цикл. На другому етапі (у першій половині 2015 р.) були створені інституційні передумови, у тому числі забезпечена незалежність Національного банку у використанні інструментів для досягнення своєї цілі, усунене фіскальне домінування, змінений процес прийняття рішень з монетарної політики. З другої половини 2015 р. тривав третій етап – впровадження всіх ключових елементів інфляційного таргетування.

При виборі режиму валютного курсу важливо сформувати ієрархію цілей, вирішення яких він має забезпечити. Багато авторів наголошують на макроекономічних завданнях: економічне зростання (ВВП), зменшення тіньового сектору економіки, повна зайнятість, зростання інвестицій, стримування інфляції, стимулювання економічної активності. Серед цілей грошово-кредитної політики називаються зростання заощаджень в іноземній валюті, розширення доступності кредитів, оптимізація платіжного балансу, зростання іноземних інвестицій, досягнення адекватного рівня валових резервів, обслуговування й виплата зовнішнього боргу [1;2].

Проблема вибору режиму валютного курсу в науковій літературі та господарській практиці ще не отримала рішення, яке могло би бути беззаперечною підставою для використання у формуванні економічної політики. Економічна спільнота певною мірою розділилася на тих, хто вважає, що валютні курси не мають значення (монетаристи) і тих, хто переконаний, що валютні курси важливі, і тому інструменти валютно-

курсів політики можуть і повинні бути частиною економічної політики. У західній економічній думці, можна сказати, досягнуто консенсусу відносно того, що істина знаходиться десь посередині. Це треба розуміти як відсутність моделі режиму валютного курсу, який би однаково підходив для усіх країн і часів. З огляду на це, слід детально вивчати національні умови та особливості, щоб обрати валютно-курсний режим, що підходить конкретній країні. Лише так можна обрати такий режим валютного курсу, що відповідав би завданням економічного розвитку [15].

Основою вирішення завдання підпорядкування валютно-курсів політики соціально-економічним потребам розвитку країни є вибір режиму валютного курсу.

Більшість висхідних країн при виборі валютного курсу орієнтувалися на системи стабілізації інфляції на основі прив'язки валютного курсу до валют розвинутих країн. Їх спонукало на такі рішення пошук самостійного шляху (Чилі, Ізраїль, Польща) або серйозні валютні кризи (Мексика, Таїланд, Індонезія, Південна Корея). Практика країн Центральної та Східної Європи, основою економічної політики яких є європейська інтеграція, свідчить про нежиттєздатність режиму гнучкого валютного курсу на перехідному етапі [4].

Щодо України, то з огляду на її євроінтеграційну стратегію, треба обрати лінію у валютно-курсній політиці у напрямку адаптації до фінансово-економічного порядку Єврозони. При цьому найбільшим пріоритетом має користуватися мета забезпечення європейського рівня життя населення, його добробуту. Для її вирішення має бути вибрана альтернатива з двох моделей: валютної ради і режиму без суверенного платіжного засобу (який також називають офіційною доларизацією). Ще один шлях – євроізація або вступ до Єврозони у найближчий час для України не є реальним.

Використання валютної ради у системі курсової політики національної грошової одиниці потребує вибору, так званої, валюти-якоря, тобто валюти, до якої здійснюється прив'язка гривні. Вважається, що в якості такої доцільно використовувати одну або корзинну вільно конвертованих валют країн – найбільших партнерів. Нині таким партнером України став Європейський Союз, в експорті до якого набирає стійку зростаючу тенденцію після підписання Угоди про Асоціацію питому вага. Так, експорт України до ЄС у 2013 р. склав 26,9%, у 2014 р. – 31,8 і в 2015 р. – 32,8%. Динаміка імпорту відповідно 37,2%, 39,8 і 42,1%. Попри популярність у міжнародних розрахунках України та тіньовій економіці долара США, товарна торгівля українського бізнесу на ринку Сполучених Штатів Америки незначна: у 2015 р. питома вага експорту складала 1,3%, імпорту – 3,9% [14].

Режим валютної ради Україна може запроваджувати чисто гіпотетично на основі фіксації гривні до спеціальних прав запозичення (SDR), які імітуються МВФ як резервний та платіжний засіб. Україна постійно співпрацює з МВФ в питаннях проведення у країні реформ. У 2015 р. фондом відкрита чотирирічна програма механізму розширеного кредитування (EFF - Extended Fund Facility) на 17,5 млрд дол. або 12,348 млрд SDR. Проте, МВФ орієнтує НБУ на режим плаваючого курсу з таргетуванням у формі інфля-

ції. Попри позитивні результати такої політики у Грузії, Румунії, Туреччині Ізраїлі і деяких інших країнах, вона не спроможна достатньою мірою і в прийнятні терміни відновити купівельну спроможність гривні. Адже інфляція таргетування пов'язане з великим числом факторів, які не мають безпосереднього впливу на валютний курс, але є важливими в економіці України, в тому числі з податковою системою, тарифами на комунальні послуги, цінами на енергоресурси для населення, на які регулятор не впливає. Крім того, з огляду на відкритість економіки України інфляційне таргетування може давати суттєві «збої» через вплив процесів світового ринку.

Зрештою, шлях прив'язки гривні до євро має суттєву перевагу в аспекті наявності і тенденцією поглиблення прямих і непрямих зв'язків з економічною і фінансовою системою ЄС як емітента якірної валюти. Це сприятиме зростанню експортного потенціалу України і залученню інвестицій з ЄС, орієнтованих на реструктуризацію економіки відповідно з економікою країн якірної валюти, що відповідає цілям європейської інтеграції України.

«Ахіллесовою п'ятою» валютної ради є втрата здатності механізму грошово-кредитної політики впливати на циклічні потреби і асиметричні шоки. Крім того, валютний курс позбавляється функцій зміни умов міжнародної конкуренції, що має досягатися зниженням цін чи витрат на заробітну плату. Разом з тим, масштаби коригування номінальної заробітної плати, як правило, менші, ніж масштаби коригування цін.

Можливість офіційної доларизації в Україні є сенс розглядати лише в теоретичній площині, враховуючи її надзвичайно низьку ймовірність, насамперед через політичні причини. Україна не може скористатися прецедентом Чорногорії чи Косово, котрі в односторонньому порядку ввели євро, не будучи членами ЄС та не відповідаючи Маастрихтським критеріям, адже ЄЦБ не схвалює такі рішення (хоча офіційна позиція щодо євроізації передбачає нейтральне ставлення). Тобто єдиним потенційним варіантом є використання долара США як якірної валюти. Наразі роль валюти США в Україні доволі висока. Хоча реальні масштаби неофіційного заміщення валюти та активів оцінити складно, можна стверджувати, що гривня дефакто не виконує функцію міри вартості та засобу обігу при здійсненні великих покупок (наприклад, нерухомості чи автомобілів), а також функцію нагромадження в приватному позабанківському середовищі. За даними НБУ, протягом останнього десятиліття 40-50% загальних банківських активів формувалось на основі іноземної валюти. Зокрема, графіки на рис. 5 ілюструють тенденцію до зростання банківського кредитування в іноземній валюті суб'єктів господарської діяльності і стрімке зниження обсягів валютного (як і гривневого) кредитування фізичних осіб. Варто зауважити, що протягом 2008-2010 рр. на кредитування в іноземній валюті припадало 70% від усіх кредитів фізичним особам.

Обсяг коштів в іноземній валюті на депозитних, поточних та інших типах рахунків як фізичних, так і юридичних осіб, має тенденцію до зростання протягом останнього десятиліття (рис. 6). Однак їх співвідношення до коштів у національній валюті залишається відносно стабільним: дещо більше 50% становить для фізичних осіб та близько 35% – для юридичних.

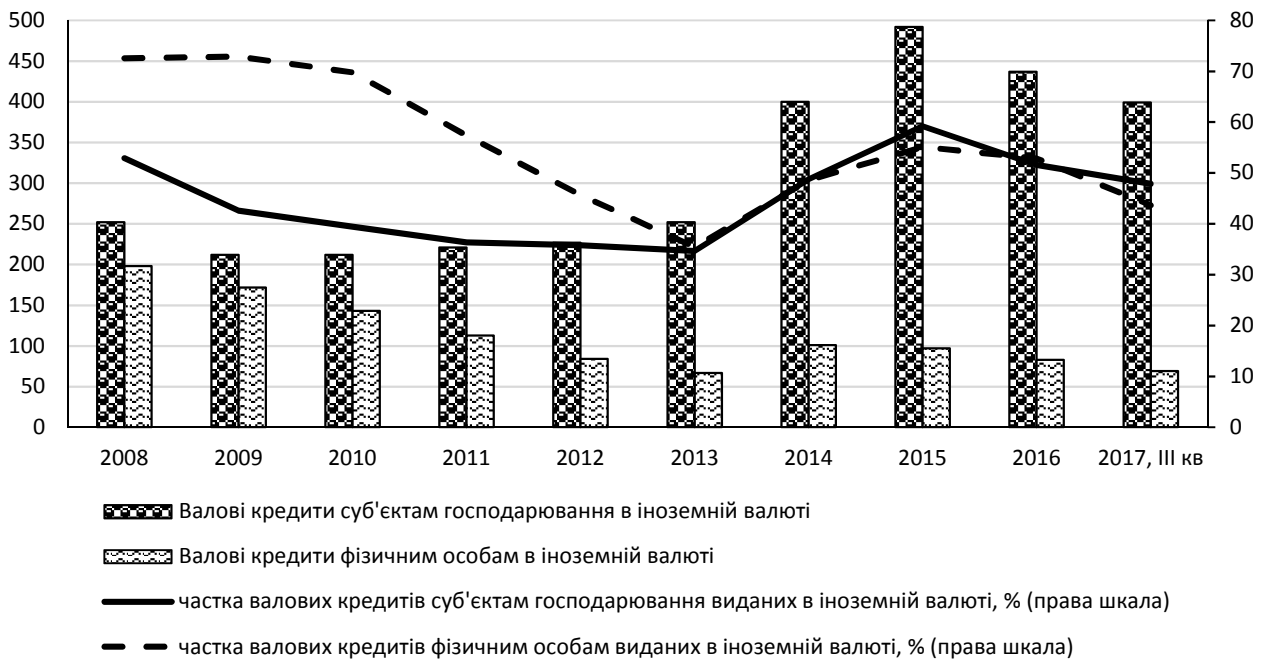


Рис. 5. Валові банківські кредити в іноземній валюті та їх частка в загальному обсязі кредитування, млрд грн

Складено авторами на основі даних: Огляд банківського сектору, 2017. Національний банк України. URL: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=58539309.

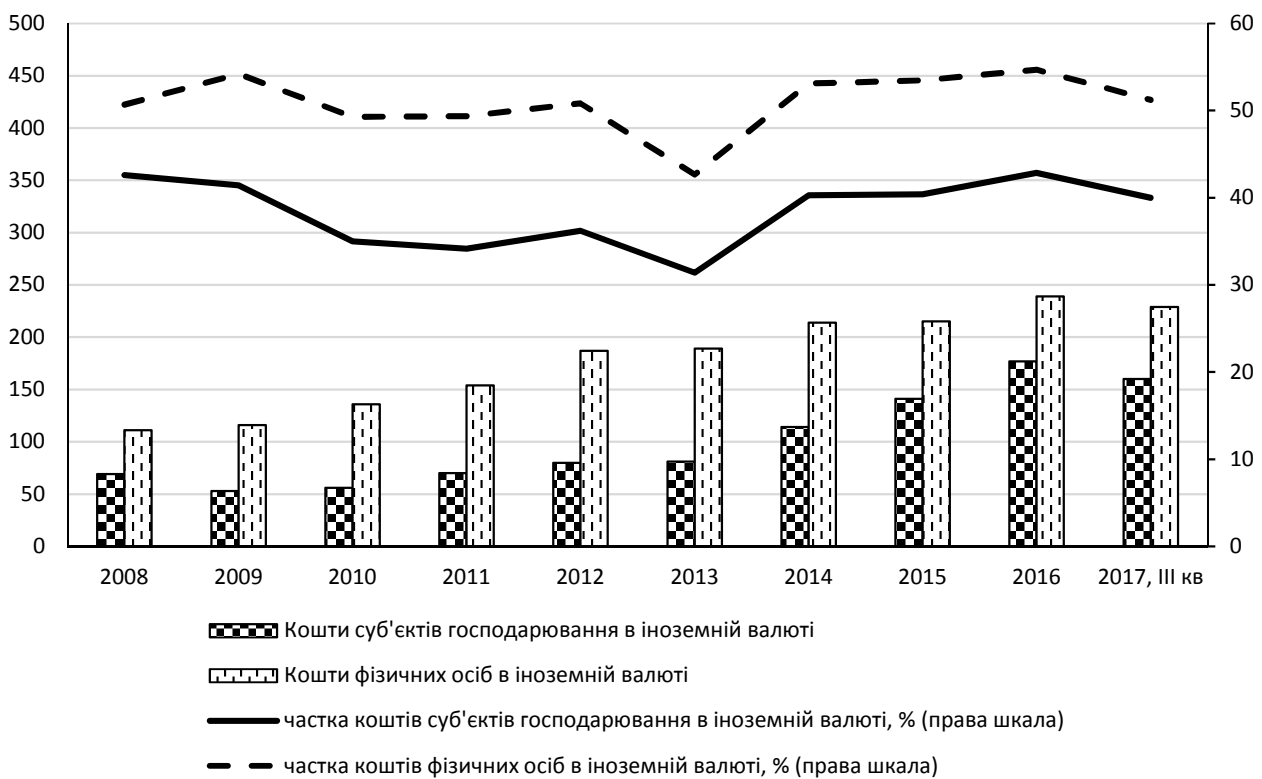


Рис. 6. Кошти в іноземній валюті на банківських рахунках, млрд грн

Складено авторами на основі даних: Огляд банківського сектору, 2017. Національний банк України. URL: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=58539309.

Одним із небагатьох недоліків доларизації, котрі можна кількісно оцінити, часто називають відсутність надходжень від сеньйоражу. Розглянемо обсяги втрат України в разі відмови від національної валюти. Для оцінювання надходжень від сеньйоражу застосуємо методику, котру використовували К. Райнхарт та інші науковці, обчислюючи співвідношення природств грошової бази та ВВП у фактичних цінах. Результати розрахунку демонструють, що в 2016 р. Україна отримала понад 22 млрд. грн. доходів від сеньйоражу, однак у відсотковому співвідношенні до ВВП середньорічна частка сеньйоражу є доволі помірною (1,04% ВВП протягом 2001–2016 рр.; для країн, що розвиваються типовим є рівень 1,5–2% ВВП). Крім того, потенційно можна досягти додаткової домовленості із США (чи іншим емітентом якірної валюти) про компенсацію частини втрат від сеньйоражу (за аналогією із ПАР та державами зони ранда). Варто врахувати також необхідність одноразового викупу всієї гривневої грошової маси, що перебуває в обігу за межами НБУ (хоча раніше ми уже вказували, що валютних резервів НБУ достатньо для покриття всієї грошової бази країни, тобто технічно провести доларизацію цілком можливо без залучення додаткових кредитних ресурсів).

Розглядаючи можливість входження в уже існуючий чи створення нового регіонального валютного союзу, необхідно враховувати, що для України сьогодні потенційно доступна єдина альтернатива – Європейський економічний та валютний союз. Сучасні геополітичні реалії не залишають опцій для створення економічного та валютного об'єднання з членами Євразійського економічного союзу (ЄАЕС). Економічна чи політична взаємовигода є сумнівною із рештою позаблокових сусідів: Грузією, Туреччиною, Молдовою.

Перспектива членства в ЄС, без якого неможливим є приєднання до валютного альянсу, також видається надто віддаленою при збереженні поточних темпів економічного поступу. Доволі проблемним є досягнення номінальної конвергенції із державами ЄВС, не кажучи про реальну.

Зважаючи «за» і «проти» віддачі голосу за одну з моделей режиму валютного курсу в системі реформування української економіки, не можна не усвідомлювати, що вони не є універсальними. Проте, ставка на режим валютної ради дозволяє стабілізувати фінансовий ринок і у короткі строки компенсувати падіння життєвого рівня населення, які стали наслідком прорахунків, зловживань та корупційних рішень на користь окремих корумпованих олігархічних груп в системі валютно-курсової політики. Для цього треба знайти «золоту середину» між існуючим валютним курсом гривні і рівнем, який можна вважати «планкою» недооцінки гривні. Думается, що повернення валютного курсу гривні до долару на рівні 12,0–16,0 відповідало б національному консенсусу і повернуло довіру до банківської системи.

Сподівання на систему валютної ради мають своєю підставою їх успіх у Гонконзі (1983), Естонії (1992), Литві (1994), Болгарії (1997), Боснії (1997). Для того, щоб Україна спромоглася повторити цей досвід не в гіршому вигляді, Україна має адаптувати його до своїх умов і завдань. При цьому треба виходити з того, що курс грошової одиниці є похідною величиною від платіжного балансу [13]. З огляду на це, укріплення національної грошової одиниці в умовах України по-

требує оздоровлення фінансів. Значною мірою це можна зробити шляхом використання резервів, що «лежать на поверхні». Більшість із них стають або вже є загальновідомими. Це – фінансування дефіциту бюджету через випуск облігацій; детінізація економіки; деофшоризація; радикальне збільшення імпортозаміщення; стримування втечі капіталів; підвищення прозорості у банківському секторі; упередження приховування валютних доходів за кордоном; поширення сфери використання гривні у внутрішньодержавному грошовому обігу; особливий режим валютних відносин із «законослухняними» компаніями; залучення у банківський сектор валюти, що на руках у населення; стримування процесів втечі капіталів; поширення практики міждержавних валютних свопів; використання неконвенційних інструментів монетарної політики на викуп Нацбанком цінних паперів та боргових зобов'язань.

Висновки

Валютна рада є монетарним механізмом реформування економіки. Проте, вона спроможна суттєво покращити соціально-економічні показники розвитку України і насамперед сприяти доведенню життєвого рівня населення до середнього європейського рівня. На цій основі може бути створено умови для швидкого зниження інфляції, повернення довіри до національної валюти. Водночас, валютна рада – не панацея для вирішення всіх проблем економіки України. Нині має бути розроблена парадигма економічного зростання, складовою частиною якого стане оновлена концепція режиму валютного курсу.

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 валютно-курсових 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.

Список використаних джерел

1. Барсегян А.Г. Валютно-курсова політика України в системі макроекономічного регулювання: автореф. ... канд. екон. наук: 08.00.02. Київ: КНУ, 2007.

2. Валютно-курсова політика України : монографія / [М. І. Крупка, М. І. Кульчицький, Н. В. Жмурко, Д. В. Ванькович]. Львів : ЛНУ імені Івана Франка, 2012. С. 11.
3. Гальчинський А. Плаваючий курс – це початок кінця адміністративного ринку. *Дзеркало тижня*. 2014. 21 лют. URL: <http://gazeta.dt.ua/macrolevel/anatoliy-galchinskiy-plavayuchiy-kurs-ce-pochatok-kincyu-administrativnogo-rinku-.html>.
4. Дін Д. В. Режими валютного курсу в країнах Центральної та Східної Європи з уроками для України. Київ: Центр соціально-економічних досліджень CASE-Україна, 2002.
5. Козюк В.В. Валютні ради: колізії історичного досвіду та перспективи в умовах глобалізації. *Наука молода*. 2005. Вип. 3. С. 90–94.
6. Лизун М. В. Розвиток світової валютної системи крізь призму її елементів. *Вісник Тернопільського національного економічного університету*. 2016. №. 4. Р. 82–95.
7. Лизун М. В. Теорія оптимальних валютних зон як концептуальна основа регіональних валютних угруповань. *Журнал європейської економіки*. 2016. №. 3. Р. 312–334.
8. Ліщинський І., Ліщинський І. Валютні союзи: ретроспективні та сучасні форми. *Економічний простір*. 2017. №. 118. Р. 47–60.
9. Лизун М., Ліщинський І. Регулювання ринку цінних паперів в розвинутих країнах світу: досвід для України. *Збірник наукових праць Черкаського державного технологічного університету*. Серія: Економічні науки. 2015. Vol. 2, №. 38.
10. Ляшенко В. И. Финансово-регуляторные режимы стимулирования экономического развития: введение в экономическую режимологию / НАН Украины, Ин-т економіки пром-сти. Донецк, 2012. 370 с.
11. Міщенко М., Ставлення громадян України до проблеми стійкості курсу національної валюти. *Сучасна валютна політика і особливості її реалізації в Україні*. Київ: Центр Разумкова, 2016. С.112.
12. НБУ. Лист про наміри та Меморандум про економічну та фінансову політику. 2015. 21 лип. URL: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=20163929ocatalog/document?id=20163929>.
13. Савельєв Є., Куриляк В. Соціально-економічна орієнтація валютно-курсової політики України: плаваючий валютний курс, офіційна доларизація чи валютна рада. *Світ фінансів*. 2016. № 3. С. 149–165.
14. Савельєв Є., Куриляк В. Валютно-курсова політика України: сучасні тенденції та вимір валютного курсу. *Журнал європейської економіки*. 2016. Т. 15, № 4. С. 424–444.
15. Сіску Т., Савельєв Є. (2016) Валютні режими і валютно-курсова політика України у вимірах «благословенної» і «неблагословенної» трійці. *Журнал європейської економіки*. 2016. № 2.
16. Arteta C. O. Exchange rate regimes and financial dollarization: does flexibility reduce bank currency mismatches? *Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.)*, 2002.
17. Balassa B. A. The theory of economic integration. R.D. Irwin, 1961.
18. Begovic S. An assessment of the sustainability and desirability of a currency board arrangement, with special reference to bosnia and herzegovina. Staffordshire University, 2014. 587 p.
19. Berkmen S. P., Cavallo E. Exchange rate policy and liability dollarization: what do the data reveal about causality? *Review of International Economics*. 2010. Vol. 18, No. 5. P. 781–795.
20. Bignon V., Breton R., Bieu M. R. Monetary union with a single currency and imperfect credit market integration. FIW, 2015.
21. Bogetic Z. Official dollarization: current experiences and issues. Rochester, NY : Social Science Research Network, 2000.
22. Borensztein E., Berg A. The pros and cons of full dollarization. Rochester, NY : Social Science Research Network, 2000.
23. Brillembourg A., Schadler S. M. A model of currency substitution in exchange rate determination, 1973–78 (module de substitution des monnaies dans la détermination des taux de change, 1973–78) (un modelo de sustitución de monedas en la determinación del tipo de cambio, 1973–78). *Staff Papers (International Monetary Fund)*. 1979. Vol. 26, No. 3. P. 513–542.
24. Camilleri Gilson M.-T. Policy pre-commitment and institutional design. 2002.
25. Catro L., Terrones M. Fiscal deficits and inflation. *Journal of Monetary Economics*. 2005. Vol. 52, No. 3. P. 529–554.
26. Cohen B. J. The geography of money. Ithaca, NY: Cornell University Press, 2000.
27. Desquilbet J. B., Nenovsky N. Credibility and adjustment: gold standards versus currency boards. William Davidson Institute at the University of Michigan, 2004.
28. Feuerstein S., Grimm O. On the credibility of currency boards; review of international economics. *Review of international economics*. 2006. Vol. 14, No. 5. P. 818–835.
29. Frankel J. A. Monetary policy in emerging markets: a survey. National Bureau of Economic Research, 2010.
30. Frankel, J. (1999). No single currency regime is right for all countries. National Bureau of Economic Research, Working Papers 7238.
31. Gelos M. G., Mejna M. A. L., Picyn-Farah M. M. A. Macroeconomic implications of financial dollarization: the case of uruguay. International Monetary Fund, 2008.
32. Ghosh A. R., Gulde A.-M., Wolf H. C. Currency boards: the ultimate fix? International Monetary Fund, 1998.
33. Girton L., Roper D. E. Theory and implications of currency substitution. *Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.)*, 1976.
34. Hanke S. H., Schuler K. Currency boards for developing countries: a handbook. San Francisco, Calif: Ics Pr, 2015. 120 p.
35. Hartmann P. Currency competition and foreign exchange markets: the dollar, the yen and the euro. Cambridge University Press, 1998.
36. Honig A. Dollarization, exchange rate regimes and government quality. *Journal of International Money and Finance*. 2009. Vol. 28, No. 2. P. 198–214.
37. Imam P. A. Exchange rate choices of microstates. *IMF Working Paper*. 2010. Vol. 12.
38. Ingram J. C. The case for european monetary integration. International Finance Section, Department of Economics, Princeton University, 1973.
39. Investopedia Currency union. *Investopedia*. 2011.