

УДК 336.748.3

Голуб Р.Р.

ДВНЗ «Університет банківської справи»

АНАЛІЗ І СИНТЕЗ ДЕ-ЮРЕ ТА ДЕ-ФАКТО КЛАСИФІКАЦІЙ РЕЖИМІВ ВАЛЮТНОГО КУРСУ

Питання вибору режиму валютного курсу є одним з найбільш актуальних в контексті формування адекватної економічної політики. Після колапсу Бреттон-Вудської системи фіксованих валютних курсів на початку 1970-их, а також після хвилі валютно-фінансових криз у 1990-их і запровадження Євро, дебати про найбільш релевантні режими валютного курсу для окремих країн чи для груп країн актуалізувалися. У статті розглянуті основні підходи, які використовуються дослідниками при формуванні критеріїв вибору відповідного режиму валютного курсу.

Ключові слова: валютний курс, режим валютного курсу, волатильність, процентні ставки, міжнародні резерви.

Holub R.

ANALYSIS AND SYNTHESIS OF DE JURE AND DE FACTO EXCHANGE RATE REGIME'S CLASSIFICATIONS

The question of choosing the exchange rate regime is one of the most relevant in the context of the formation of an adequate economic policy. After the collapse of the Bretton Woods system of fixed exchange rates in the early 1970s, and after a wave of currency and financial crises in the 1990s and the introduction of the euro, the debate about the most relevant exchange rate regime for a country or for groups of countries actualized. In the article the basic approaches used by researchers in the formation of criteria for selecting an appropriate exchange rate regime are reviewed.

Keywords: exchange rate, exchange rate regime, volatility, interest rates, international reserves.

Голуб Р.Р.

АНАЛИЗ И СИНТЕЗ ДЕ-ЮРЕ И ДЕ-ФАКТО КЛАССИФИКАЦИЙ РЕЖИМОВ ВАЛЮТНОГО КУРСА

Вопрос выбора режима валютного курса является одним из наиболее актуальных в контексте формирования адекватной экономической политики. После коллапса Бреттон-Вудской системы фиксированных валютных курсов в начале 1970-х, а также после волны валютно-финансовых кризисов в 1990-х и введения Евро, дебаты о наиболее релевантных режимах валютного курса для отдельных стран или для групп стран актуализировались. В статье рассмотрены основные подходы, используемые исследователями при формировании критериев выбора соответствующего режима валютного курса.

Ключевые слова: валютный курс, режим валютного курса, волатильность, процентные ставки, международные резервы.

Постановка проблеми у загальному вигляді і її зв'язок з важливими науковими та практичними завданнями. Упродовж останніх п'ятдесяти років науково-практичні пошуки оптимального режиму валютного курсу пройшли шлях від концепції «вразливості до зовнішніх шоків» до «теорії оптимальних валютних зон», а також до обмежуючого принципу «неможливої трійці (несумісного трикутника)» в часи високої мобільності капіталу. Поміж інших, актуалізувалися дослідження вибору відповідного моменту (періоду) в часі для здійснення переходу від одного режиму валютного курсу до іншого, впливу режиму валютного курсу на показники економічного розвитку, ролі доларизації національних економік, причин і наслідків валютних криз. Відповідно, розширювався діапазон емпіричних досліджень окреслених явищ і процесів. Результатом цих досліджень стало досягнення певного консенсусу в частині теоретичного обґрунтування критеріїв вибору режиму

валютного курсу, разом з тим результати емпіричних досліджень є не такими чіткими, а подекуди навіть контроверсійними.

З огляду на зазначене, на наш погляд, важливо розглянути більш детально головні теорії та емпіричні методи, які використовуються дослідниками при формуванні критеріїв вибору відповідного режиму валютного курсу. Перш за все, доцільно зосередити увагу на різних класифікаціях режимів валютного курсу (де-юре і де-факто).

Аналіз останніх досліджень і публікацій, у яких започатковано вирішення проблем. Теоретико-методологічним засадам і практичним аспектам класифікації режимів валютного курсу присвячено наукові праці відомих зарубіжних учених, серед інших – Пол Холден (1979), АтішГош (1997, 2002, 2008), ДжефріФренкель(1999), Себастьян Едвардсі Мігель Савастано(1999), ГвілермоКалво, Кармен Реінхарт і КеннетРогофф (2000, 2002, 2004), ЕдуардоЛеві-Єяті і Федеріко Стурценеггер(2001, 2002, 2005), Макс Корден(2002), ХансГенберг і Александр Свобода (2005), АлбертоАлесіна і Александр Вагнер (2006), АдольфоБарахас, ЛеннартЕріксон та РобертоСтейнер (2008), Карл Хебермейер (2009), ЯковМіркін (2014). Серед українських вчених, які досліджували вказану проблему варто виокремити Яніну Белінську (2007), Олександра Дзюблюка (2007), Віктора Шевчука (2008) і Федора Журавку (2008), Юрія Городніченка (2015). Разом з тим, низка важливих завдань із вказаної тематики досі не розв'язана. Насамперед, відсутні комплексні та системні напрацювання у сфері аналізу і синтезу де-юре та де-факто класифікацій режимів валютного курсу.

При написанні статті використані загальнонаукові та спеціальні методи пізнання економічних процесів: методи аналізу і синтезу, абстрагування, індукції та дедукції, пояснення, мисленого експерименту та графічний методи.

Цілі статті. У статті слід здійснити аналіз і синтез де-юре та де-факто класифікацій режимів валютного курсу.

Виклад основного матеріалу дослідження. *Класифікації режимів валютного курсу: де-юре і де-факто.* Для кращого вивчення критеріїв вибору конкретного режиму валютного курсу необхідно використовувати відповідні класифікації цих режимів. До кінця 1990-их більшість досліджень з питань вибору режиму валютного курсу зосереджувалися на офіційно декларованих режимах – фіксованому, проміжному або плаваючому. Єдиним винятком є праця Пола Холдена та ін., в якій окреслений підхід до побудови емпіричного індексу для визначення фактичної (а не офіційно декларованої) гнучкості валютного курсу[1, с.327-333]. У подальшому, численні емпіричні дослідження режимів валютного курсу забезпечили достатню кількість доказів того, що дії центральних регуляторів грошового ринку (інтервенції, адміністративні обмеження, тощо) генерують значні відмінності між офіційним і фактичним валютно-курсовими режимами конкретних країн. Серед інших, слід виокремити емпіричні дослідження, проведені: АтішемГошем та ін. у 1997[2], 2002[3] та у 2008 роках[4]; ГвілермоКалво і Кармен Реінхарт[5]; ЕдуардоЛеві-Єяті і Федеріко Стурценеггером[6].

Саме емпіричні дослідники режимів валютного курсу запропонували їх поділ на де-юре і де-факто режими. Де-юре режими відображають офіційно задекларовані монетарною владою національних держав режими валютного курсу – це те, що країни офіційно оголошують (декларують). Де-факто режими – це характеристика реальної (фактичної) поведінки валютного курсу країни, незалежно від того, що задекларовано.

Принагідно зазначимо, що класифікація режимів валютного курсу, якою послуговується МВФ зазнала суттєвих метаморфоз упродовж кількох останніх десятиліть – від дуже вузького орієнтиру – дихотомія «фіксований»-«гнучкий» режим у 1970-их і ранніх 1980-их, до чотирьохрівневої класифікації, взятої на озброєння у 1980-их і використовуваної упродовж 1990-их, яка з 1998 року була замінена восьмирівневою класифікацією.

У першій колонці табл. 1 наведений перелік восьми категорій режимів валютного курсу, який фактично використовується МВФ у його де-юре класифікації, а також широко використовується у спеціальній літературі з даного питання (серед інших варто згадати праці: Джефрі Френкеля [7]; Себастьяна Едвардса і Мігеля Савастано [8]; Атіша Гоша [3;4]). Вказані вісім категорій, охоплюють спектр режимів валютного курсу – від монетарного союзу до абсолютно гнучкого плавання.

Таблиця 1

Де-юре і де-факто класифікації режимів валютного курсу

Де-юре класифікація МВФ	Де-факто класифікація Кармен Рейнхарт і Кеннета Рогоффа	Де-факто класифікація Едуардо Леві-Сяті і Федеріко Стурценегера
1. Валютний союз (Currency Union) 2. Доларизація (Dollarization) 3. Валютне/а бюро/рада (Currency Board) 4. Звичайне валютне прикріплення (Conventional Peg) 5. Повзуче прикріплення (Crawling Peg) 6. Валютні коридори (Bands) 7. Кероване плавання (Managed Float) 8. Вільне плавання (Pure Float)	1. Відсутній національний законний платіжний засіб (No separate legal tender) 2. Заздалегідь оголошені угоди щодо фіксації ВК (у т.ч. валютні союзи) або режим валютної ради (Pre-announced per currency board arrangement) 3. Заздалегідь оголошений режим горизонтального коридору, вужчий ніж або рівний $\pm 2\%$ (Pre-announced horizontal band that is narrower than or equal to $\pm 2\%$) 4. Де-факто прикріплення (De facto peg) 5. Заздалегідь оголошене повзуче прикріплення (Pre-announced crawling peg) 6. Заздалегідь оголошений повзучий коридор, вужчий ніж або рівний $\pm 2\%$ (Pre-announced crawling band that is narrower than or equal to $\pm 2\%$) 7. Де-факто повзуче прикріплення (De facto crawling peg) 8. Де-факто повзучий коридор, вужчий ніж або рівний $\pm 2\%$ (De facto crawling band that is narrower than or equal to $\pm 2\%$) 9. Заздалегідь оголошений режим повзучого коридору, ширший ніж або рівний $\pm 2\%$ (Pre-announced crawling band that is wider than or equal to $\pm 2\%$) 10. Де-факто повзучий коридор, вужчий ніж або рівний $\pm 5\%$ (De facto crawling band that is narrower than or equal to $\pm 5\%$) 11. Плинний коридор, вужчий ніж або рівний $\pm 2\%$ (Moving band that is narrower than or equal to $\pm 2\%$ - (Tightly managed floats)) 12. Кероване плавання (Managed floating) 13. Вільне плавання (Freely floating) 14. Вільне падіння (Freely falling) 15. Подвійний ринок, на якому дані про паралельний ринок відсутні (Dual market in which parallel market data is missing)	1. Фіксований (Fixed) 2. Проміжний (повзуче прикріплення (crawling peg); брудне плавання (dirty floats)) 3. Гнучкий (flexible) 4. Непереконливий (Unconvincing)

При цьому рівень інтервенційного втручання центрального банку, яке здійснюється з метою стабілізації номінального валютного курсу, у вказаних режимах проранжирований зверху вниз – від найвищого, до абсолютно відсутнього. Однак, де-юре класифікація, будучи об'єктом прискіпливого вивчення і перевірки зі сторони зацікавлених дослідників, з плином часу була удосконалена і доповнена, виходячи з тих даних, які були отримані внаслідок оцінки фактичної поведінки валютного курсу в межах конкретних валютних режимів. Такого роду доповнення почали називати де-факто класифікаціями режимів валютного курсу. Де-факто класифікації режимів ВК групують країни за критерієм «що вони роблять фактично?». Такі класифікації покликані краще висвітлити реальний стан справ із функціонуванням режимів ВК у різних країнах світу.

Серед іншого, де-факто класифікатори враховують те, що ВК країни може демонструвати дуже незначну волатильність номінального валютного курсу, яка попри те

супроводжується значними змінами в обсягах міжнародних резервів, а також у величині відсоткових ставок, незважаючи на те, що монетарні органи влади не мають жодних офіційних зобов'язань щодо підтримання існуючого рівня ВК. Така поведінка монетарних органів часто згадується у спеціальній літературі як феномен «страху перед плаванням» («*fearoffloating*») [5].

У багатьох випадках центральні банки намагаються стабілізувати валютний курс, оскільки розглядають девальвацію (знецінення) національної грошової одиниці як детонатор негативних явищ макрорівневого розбалансування країни, особливо тоді, коли країна має значний обсяг зовнішнього боргу в іноземній валюті[9].

АлбертоАлесіна і Александр Вагнер у своєму дослідженні наводять ще одну можливу причину «страху перед плаванням»[10]. Вони висувають припущення, що країни з відносно слабкою якістю інститутів є менш здатними дотримуватися своїх заяв про встановлений режим валютного курсу і тому змінюють його частіше. У свою чергу, країни з відносно хорошими інститутами можливо демонструють свій «страх перед плаванням» для того щоб показати їх відмінність від тих країн, які нездатні підтримувати свої обіцянки щодо монетарної стабільності.

Адо́льфо Барахас, Ленна́рт Еріксон та Роберто Стейнер пропонують ще одну логічну причину феномену «страху перед плаванням», який вони розглядають навіть ширше – називаючи його «страхом перед заявлянням» («*fearofdeclaring*») режиму ВК[11]. Вказані автори припускають, що міжнародні ринки капіталу могли б винагороджувати ті країни, які класифікуються як країни із гнучким режимом ВК і з моменту оголошення цієї «гнучкості» демонструють вірність задекларованому курсу.

У іншому типовому випадку, країна заявляє про те, що переходить до режиму фіксованого (прикріпленого) ВК, хоча фактично вдається до частих змін у валютному паритеті. Вказаний феномен називається «страх перед фіксацією (прикріпленням)» («*fearofpegging*»)[12].

Ханс Генберг і Александр Свобода припускають, що країни, які на практиці активно використовують інструменти грошово-кредитної політики для стабілізації валютного курсу, можуть утримуватися від офіційних заяв про підтримання режиму фіксованого ВК через «страх перед спекулятивними атаками» («*fearofspeculativeattacks*»)[13, с. 129-141].

Крім того, Е. Леві-Єяті та Ф. Стурценеггер у своїх подальших дослідженнях оновили набір даних з метою охоплення часового періоду з 1974 по 2004 рр. Вказані вчені досліджували взаємозв'язки між знеціненням ВК, зростанням і продуктивністю праці у розвинутих країнах. Отримані ними результати свідчать про те, що у більшості випадків (зокрема тих, які відносяться до 2000-их років) метою здійснених центральними банками інтервенцій на валютному ринку було обмеження поцінування національної валюти, а не обмеження темпів її знецінення. Вказане доводить той факт, що розвинені країни активно використовують інтервенції для протекції власних ринків і товаровиробників. Автори назвали такий тип поведінки «страхом перед поцінуванням» («*fearofappreciation*»)[14].

З плином часу, де-факто класифікації ставали все більш релевантними в емпіричних дослідженнях режимів ВК. Де-факто класифікації привели до переоцінки багатьох гіпотез, які були сформовані раніше, виходячи із де-юре класифікацій, чимало попередніх де-юре висновків не були підтверджені де-факто висновками. Найбільш помітними стали підходи до упорядкування де-факто режимів ВК, здійснені К. Рейнхарт і К. Рогоффом[15], а також Е. Леві-Єяті та Ф. Стурценеггером[12].

Нова система класифікації К. Рейнхарт і К. Рогоффа перекласифікувала режими ВК, зосередившись на подвійних і паралельних курсах, які визначаються кон'юктурою ринку, а також на статистичному аналізі поведінки ВК у розрізі 187 країн за період 1946-2010 роки. Якщо в конкретній країні функціонував паралельний валютний ринок, дослідники переходили до статистичної класифікації, яка базувалася на визначенні відхилення у відсотках до абсолютного значення номінального ВК та на оцінці ймовірності того, що паралельний (реальний) ВК залишиться у певному коридорі коливань. Якщо ж у конкретній країні функціонував єдиний валютний ринок, автори перевіряли чи заявлений режим відповідав статистичним критеріям де-факто класифікації. Зіставляючи офіційні заяви щодо

режиму ВК, показники інфляції, відсоткових ставок та волатильності ВК, згадані автори виокремили 15 де-факто режимів ВК (див. Табл. 1).

Зазначимо, що у своїй де-факто класифікації К. Рейнхарт і К. Рогофф назвали плаваючий ВК у країнах з високою інфляцією «вільно падаючим» (*freelyfalling*). Дослідники визначили категорію «вільно падаючих» ВК як таку, що характеризується щорічним темпом інфляції на рівні 40% і вищому, з урахуванням того, що такий стан справ не супроводжується жодною заявою монетарних органів влади щодо офіційно встановленого режиму ВК. Крім того, автори трактують ВК як «вільно падаючий» упродовж наступних шести місяців, які настають відразу після валютної кризи в країні, однак тільки для тих випадків, коли криза стає наслідком різкого переходу від фіксованого або квазі-фіксованого режиму ВК до керованого або ж незалежно плаваючого режиму ВК.

К. Рейнхарт і К. Рогофф додатково ідентифікували спеціальну підкатегорію «вільно падаючого» валютного курсу, яку назвали «гіперплаванням» (*hyperfloats*). Дана під категорія відноситься до тих епізодів, які супроводжуються класичним визначенням гіперінфляції, запропонованого Філіпом Каганом у 1956 році (щомісячні темпи інфляції становлять 50% і вище)[16]. Періоди макроекономічної розбалансованості і дуже високих темпів інфляції знаходять своє відображення у значному і частому знеціненні валютного курсу.

Загальний результат дослідження К. Рейнхарт і К. Рогоффа, завершеного у 2004 році, зводився до того, що з 1980-их років понад 50% де-юре плаваючих режимів були де-факто фіксованими (прикріпленими) режимами ВК і приблизно половина де-юре фіксованих (прикріплених) режимів де-факто плаваючими. Крім того, автори ідентифікували значну кількість випадків коли заявлений де-юре вузький валютний коридор був значно ширшим де-факто.

Е. Леві-Єяті та Ф. Стурценеггер побудували свою де-факто класифікацію, базуючись на даних, одержаних в ході аналізу поведінки трьох змінних у розрізі всіх країн, які звітують перед МВФ за період з 1974 по 2000 рік: зміни в номінальному валютному курсі; волатильності вказаних змін; волатильності міжнародних резервів. Вказані автори використовували кластерний аналіз для зведення всіх досліджуваних ними країн до чотирьох груп: фіксовані (прикріплені) ВК; проміжні ВК (плаваюче прикріплення і брудне плавання); гнучкі ВК; непереконливі режими ВК[17].

Загальним результатом дослідження Е. Леві-Єяті та Ф. Стурценеггера є висновок про те, що 26% перевірених ними країн мали валютні режими які де-факто відрізнялися від заявлених де-юре.

Слід зазначити, що постійна критика офіційної (де-юре) класифікації режимів ВК, якою послуговується МВФ, стосувалася саме необхідності розроблення класифікації МВФ, максимально наближеної до де-факто класифікації. Дана робота була завершена у 1998 році та впроваджена у 1999. У 2009 році, команда співробітників МВФ на чолі з Карлом Хебермейєром здійснила чергову ревізію класифікаційної (десятирівневої) системи режимів ВК якою послуговується МВФ за станом на теперішній час[18].

Нова класифікація МВФ поєднує доступну інформацію про ВК, фактичні інструменти грошово-кредитної політики, а також про формальні і неформальні наміри монетарних органів влади з даними про актуальні валютні курси і про зміну міжнародних резервів країни з метою проведення якнайбільш реалістичної оцінки фактичного режиму ВК. Однак, можна стверджувати, що навіть оновлена класифікація МВФ все ще залишається класифікатором де-юре режимів ВК, оскільки вона здебільшого базується на офіційній інформації та відстежує динаміку офіційних валютних курсів.

На наш погляд, не дивлячись на те, що існують певні розбіжності в оцінці впливу де-факто і де-юре режимів ВК на показники економічного розвитку країни, це в жодній мірі не зменшує важливості офіційних режимів ВК. Офіційні режими все ж залишаються важливими індикаторами очікувань щодо розвитку динаміки валютного курсу а також впливають на рішення щодо міжнародної фінансової політики країни. З іншого боку, використання змін у відсоткових ставках та змін у міжнародних валютних резервах країни у якості індикаторів де-факто режиму ВК також є не завжди виправданим і доречним. В деяких країнах, зміна міжнародних резервів в авуарах центрального банку може бути викликана необхідністю

придбання імпорتنих енергоносіїв (нафти, газу), а не на інтервенціями з метою стабілізації валютного курсу. У свою чергу, зростання відсоткових ставок могло б вписуватися в стратегію обслуговування виплат зовнішнього боргу (поіменованих в іноземній валюті).

Підсумовуючи зазначимо, що де-факто показники режимів ВК суттєво різняться між собою і сильно залежать від методології, яка використовується для їхньої оцінки. Однак, всі розглянуті нами методології дозволяють зробити однаковий висновок про те, що де-факто режими ВК відрізняються від де-юре режимів і що невідповідності між ними не є рідкістю. Найповніша де-факто класифікація режиму ВК належить Кармен Рейнхарт і Кеннету Рогоффу[15].

У табл. 2 наведені основні характеристики пропонованої нами «консенсусної» (з точки зору де-юре і де-факто підходів) класифікації режимів ВК у розрізі класифікаційних груп, підгруп і режимів ВК, які відносяться до відповідних агрегатів даної класифікації.

Таблиця 2

Класифікація та характеристики режимів валютного курсу

№ з/п	Група	Підгрупа	Режим	Основні характеристики
1	Фіксовані режими ВК	<i>Жорстка фіксація (прив'язка)</i>	-	<i>Загальна характеристика підгрупи: обмінний курс прив'язаний таким чином, що робить зміни у паритеті або вихід з відповідного режиму надзвичайно складними і дорогими.</i>
			Доларизація	У якості законного платіжного засобу використовується іноземна валюта (у деяких випадках дозволяється обіг вітчизняних монет). Грошово-кредитна політика визначається тією країною, валюта якої є «якорем» (іноземним платіжним засобом). Сеньйораж (емісійний дохід) одержується країною-емітентом «якірної» валюти.
			Валютна рада (бюро)	Обмінний курс прив'язаний до іноземної («якірної») валюти, з режимом і паритетом, закріпленими законом. Законом також встановлюється мінімальний обсяг міжнародних резервів, якими має володіти центральний банк (певний відсоток від заздалегідь встановленого грошового агрегату). Головна відмінність від доларизації: сеньйораж дістається національній юрисдикції.
			Монетарний (валютний) союз	Група країн використовує єдину валюту, емітовану єдиним регіональним центральним банком. Грошово-кредитна політика визначається на регіональному рівні; сеньйораж одержується регіоном. Немає жодних варіантів регулювання номінальної вартості єдиної валюти всередині окремої країни валютного союзу. Щодо зовнішнього світу, єдиний центральний банк, який емітує єдину валюту, може проводити будь-яку політику обмінного курсу.
		<i>Традиційна фіксація (прив'язка)</i>	-	<i>Загальна характеристика підгрупи: національна валюта прив'язується до якоїсь однієї іноземної валюти або ж до кошика іноземних валют. Вартість регулювання встановленого паритету або відмови від відповідного режиму ВК є меншою у порівнянні з підгрупою «жорсткої прив'язки».</i>

			Прив'язка до однієї іноземної валюти	Обмінний курс прив'язаний до фіксованої номінальної вартості конкретної іноземної валюти. Центральний банк, як очікується, має підтримувати відповідну номінальну вартість національної валюти (через дискретні девальвації і ревальвації) у випадку порушення встановленої рівноваги, спричиненого фундаментальними чинниками. Довіра до даного режиму є тим вищою, чим більшим є обсяг міжнародних резервів у розпорядженні центрального банку. Однак, зазвичай, міжнародні резерви не повністю покривають всі внутрішні грошові зобов'язання, залишаючи трохи місця для дискреційної (на розсуд центрального банку) грошово-кредитної політики.
			Прив'язка до кошика іноземних валют	Даний режим є подібним до попереднього, за винятком того, що національна валюта прив'язується до кошика, що складається з двох або декількох іноземних валют. Кошик може бути складений відповідно до критеріїв конкретних країн або бути композитною валютою (SDR, або, раніше ECU). У специфічному для кожної країни кошику, ваги (частки) окремих валют можуть встановлюватися або публічно, або ж залишатися таємницею, а також можуть бути фіксованими або ж змінними.
2	Проміжні режими ВК	Плавання з інтервенціями, які обумовлені правилами	-	<i>Загальна характеристика підгрупи: обмінний валютний курс не фіксується на певному рівні, однак центральний банк здійснює необхідні інтервенції, обумовлені необхідністю обмеження коливань валютного курсу.</i>
			Кооперативні режими	Кооперуючі між собою центральні банки погоджуються підтримувати двосторонні обмінні курси своїх валют у межах встановленого діапазону одна до одної. Інструменти такого підтримування включають в себе регулювання внутрішньої грошово-кредитної політики, а також (спільні і скоординовані) інтервенції. Домовленість може накладати обмеження на грошово-кредитну політику, міра яких залежить від відносної позиції різних валют.
			Повзуча прив'язка	Обмінний курс визначається у спосіб, який обумовлений правилами, як правило, він регулюється наперед встановленим рівнем паритету, або ж є функцією від (реальної чи очікуваної) різниці у темпах інфляції. Номінальна вартість може бути встановлена відносно однієї валюти або кошика валют. У деяких випадках, повзуча прив'язка поєднується з (валютними) коридорами. Особливості режиму (наприклад, рівень реагування центрального банку, період часу між інтервенціями) визначають те, чи даний режим ВК більше схожий на фіксований чи на плаваючий.

			Цільові валютні зони і коридори	Обмінний курс може коливатися в межах заданого діапазону; кінцеві точки (які, у випадку «валютного коридору» є фіксованими, у випадку «цільових валютних зон» є цілями політики) захищаються шляхом інтервенцій. Можливими є також внутрізонні інтервенції, які здійснюються з метою уникнення надлишкового тиску на граничних рівнях коридору (зони). У деяких випадках, коридори поєднуються з повзучими прив'язками («повзучі коридори»). Ступінь гнучкості обмінного курсу визначається шириною коридору або цільової зони.
			-	<i>Загальна характеристика підгрупи: валютний курс плаває, однак перебуває під впливом суттєвих офіційних інтервенцій.</i>
			Кероване плавання	Курси обміну валют можуть вільно коливатися відповідно до попиту і пропозиції. Влада має власне бачення щодо бажаного (допустимого) рівня таких коливань і тому використовує інтервенції, при тому не будучи зв'язаною жодними правилами проведення інтервенцій. Часто супроводжується окремим номінальним якорем, наприклад, цільовим показником інфляції.
3	Плаваючі режими ВК	Вільне плавання		<i>Загальна характеристика підгрупи: валютний курс змінюється вільно і центральний банк не здійснює інтервенцій на валютному ринку з метою його стабілізації чи згладжування надмірних коливань.</i>
			Плаваючий	Валютний курс визначається на валютному ринку, базуючись на щоденній інформації про попит і пропозицію з мінімальними або й взагалі відсутніми офіційними інтервенціями. Потребує небагато, або й взагалі не потребує офіційних (міжнародних) резервів. Плаваючий режим ВК не створює жодних обмежень для здійснення грошово-кредитної політики, яка часто супроводжується політикою інфляційного таргетування.

Висновки. Існуючі на сьогодні класифікації режимів ВК роблять наголос на важливості публічного їх оголошення в контексті генерування сигналу, який формує відповідні фінансово-економічні очікування приватного сектору. Будь-які очікування завжди тісно пов'язані із рівнем довіри приватного сектору до центрального банку. Нездатність підтримувати проголошений режим ВК, суттєво підриває вказану довіру. З іншого боку, проголошення плаваючого валютного курсу при фактичній його фіксації є однією з найбільш поширених причин сумніватися у дієвості де-юре констатації режиму ВК, встановленого у певній державі та пошуку ознак де-факто режиму ВК.

Разом з тим, де-факто режими ВК мають чимало власних недоліків. У першу чергу слід підкреслити ретроспективний характер де-факто класифікаторів (вони говорять нам про минуле – backwardlooking), у той час як де-юре класифікатори (говорять нам про майбутнє – forwardlooking) є перспективними орієнтирами щодо валютно-курсової політики. Де-факто режими ВК не виконують сигнальної функції, а тому й не мають жодної користі з точки зору аналізу їх впливу на перспективи економічного розвитку держави.

Додатковим недоліком де-факто класифікаторів є ряд суттєвих концептуальних труднощів та практичних проблем, які витікають з них. Так, «стабільність номінального валютного курсу» - один з найбільш суттєвих орієнтирів де-факто класифікаторів, може бути зумовленим або відсутністю шоків, або ж активною політикою абсорбції відповідних шоків.

Лише згадана абсорбційна політика має відношення до реального режиму ВК, якого дотримується держава.

Оскільки різні країни мають різну структуру національних економік і є вразливими до різних шоків по-різному, дуже складно визначити валютну політику виключно з аналізу коливань номінального валютного курсу. Для прикладу, якщо мала відкрита економіка з вузькою базою експортних товарів і послуг матиме вільно плаваючий режим ВК, то коливання її національної валюти матиме більшу волатильність у порівнянні з волатильністю валюти більш диверсифікованої великої розвинутої економіки, в якій також запроваджено плаваючий режим ВК. Так як критерії віднесення режиму ВК у де-факто класифікаторах є відносними – досліджують «більше» чи «менше» гнучкості має конкретна валюта – мала відкрита економіка буде (правильно) віднесена до країн з плаваючим ВК, а велика розвинута і добре диверсифікована економіка буде (неправильно) віднесена до країн із фіксованими режимами ВК.

Колівання відсоткових ставок також не може бути надійним орієнтиром для конструювання де-факто класифікатора режимів ВК, оскільки у багатьох країнах, що розвиваються, а також у тих, (фінансові) ринки яких тільки формуються, відсоткові ставки встановлюються адміністративно. У вказаній групі країн, центральні банки зазвичай відносять інформацію про здійснені інтервенції до конфіденційної. Інтервенційна інформація є недоступною у неперервному періоді часу, тому проводити міжнародні порівняння і співставлення видається неможливим.

З іншого боку, використання показника «обсяг міжнародних резервів» у якості змінної-орієнтира інтенсивності інтервенцій, здійснюваних центральним банком також не є панацеєю, оскільки містить суттєві недоліки. Наміри і дії, аналогічно до того, як статистика і дійсність можуть суттєво відрізнятись, коли мова заходить про аналіз залишків міжнародних резервів на певну звітну дату. Для прикладу, використання центральним банком форвардних ринків, свопів та сукупності інших похідних фінансових (валютних) інструментів – суттєво збіднюють значення показника міжнародних резервів у якості індикатора фактичного режиму ВК. Крім того, зміни міжнародних резервів, зокрема, у низькодохідних країнах, можуть бути спричинені великою кількістю інших факторів, не пов'язаних із необхідністю регулювання валютного курсу. Серед таких факторів – обслуговування зовнішнього боргу, поіменованого в іноземній валюті, платежі за придбання товарів граничного енергетичного імпорту, тощо. Вказані фактори не мають жодного відношення до прямих інтервенцій центрального банку на валютному ринку, однак є причиною суттєвого коливання в обсязі міжнародних резервів.

Ще одна фундаментальна проблема ідентифікації режимів ВК стосується розрізнення між інтервенцією, здійсненою для підтримання встановленого (фіксованого) значення валютного курсу та інтервенцією, обумовленою іншими політичними цілями (інфляційним таргетуванням, для прикладу). У малих відкритих економіках, в яких відстежуються суттєві залежності між валютним курсом і внутрішніми цінами, суть інфляційного таргетування може зводитись до надання суттєвої переваги режимам фіксованого ВК. Разом з тим, для абсорбції реальних шоків (обумовлюються змінами у попиті на експорт, змінами зовнішніх цін на експортні товари, природними катастрофами), малі відкриті економіки надають перевагу вільно плаваючим режимам ВК. З огляду на зазначене вище, залежно від видів шоку, з якими доводиться мати справу урядам і центральним банкам малих відкритих економік, де-факто класифікація може відносити політику таргетування інфляції як до фіксованого, так і до гнучкого режиму ВК.

Врешті-решт, ні де-юре, ні де-факто методи класифікації режимів ВК не є ідеальними. Тому, на наш погляд, виправданою може бути агрегована консенсус-класифікація (див. табл. 2), яка простежується і в де-юре, і в де-факто схемах і полягає у зведенні всіх ідентифікованих на сьогоднішній день режимів ВК у три групи: фіксовані; проміжні; плаваючі.

Список використаних джерел:

1. Holden P. The determinants of exchange rate flexibility: An empirical investigation / P. Holden, M. Holden, E. Suss. // *Review of Economics and Statistics*. – 1979. – №61. – С. 327–333. [Електронний ресурс] // JSTOR – Режим доступу до ресурсу: <http://links.jstor.org/sici?sici=0034-6535%28197908%2961%3A3%3C327%3ATDOERF%3E2.0.CO%3B2-H&origin=repec>
2. Does the nominal exchange rate regime matter? [Електронний ресурс] / A. R. Ghosh, A. Gulde, J. D. Ostry, H. C. Wolf // *National Bureau of Economic Research Working Paper Series*. – 1997. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.nber.org/papers/w5874>.
3. Ghosh A. R. Exchange rate regimes: choices and consequences / A. R. Ghosh, A. Gulde, H. C. Wolf. – Cambridge, Massachusetts: The MIT Press, 2002. – 232 с.
4. Currency Boards in Retrospect and Prospect / H. C. Wolf, A. R. Ghosh, H. Berger, A. Gulde. – Cambridge, Massachusetts: The MIT Press, 2008. – 262 с.
5. Calvo G. A. Fear of Floating [Електронний ресурс] / G. A. Calvo, C. M. Reinhart // *National Bureau of Economic Research Working Paper Series*. – 2002. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.nber.org/papers/w7993>.
6. Levy-Yeyati E. Exchange Rate Regimes and Economic Performance [Електронний ресурс] / E. Levy-Yeyati, F. Federico Sturzenegger // *IMF Staff Papers*. – 2001. – Режим доступу до ресурсу: www.imf.org/external/pubs/ft/staffp/2000/00-00/ls.pdf.
7. Frankel J. A. No Single Currency Regime is Right for All Countries or At All Times [Електронний ресурс] / Jeffrey Frankel // *National Bureau of Economic Research Working Paper Series*. – 1999. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.nber.org/papers/w7338>.
8. Edwards S. Exchange Rates in Emerging Economies: What Do We Know? What Do We Need to Know? [Електронний ресурс] / S. Edwards, M. A. Savastano // *National Bureau of Economic Research Working Paper Series*. – 1999. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.nber.org/papers/w7228>.
9. Calvo G. A. Fixing for Your Life [Електронний ресурс] / G. A. Calvo, C. M. Reinhart // *National Bureau of Economic Research Working Paper Series*. – 2000. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.nber.org/papers/w8006>.
10. Alesina A. Choosing (and renegeing on) exchange rate regimes [Електронний ресурс] / A. Alesina, A. Wagner // *National Bureau of Economic Research Working Paper Series*. – 2006. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.nber.org/papers/w9809>.
11. Barajas A. Fear of Declaring: Do Markets Care What Countries Say About Their Exchange Rate Policies? [Електронний ресурс] / A. Barajas, L. Erickson, R. Steiner // *IMF Staff Papers* Vol. 55, No. 3. – 2008. – Режим доступу до ресурсу: www.imf.org/External/Pubs/FT/staffp/2008/03/pdf/barajas.pdf.
12. Levy-Yeyati E. Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs. Words [Електронний ресурс] / E. Levy-Yeyati, F. Sturzenegger // *National Bureau of Economic Research*. – 2005. – Режим доступу до ресурсу: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=214428.
13. Genberg H. Exchange-Rate Regimes: Does What Countries Say Matter? [Електронний ресурс] / H. Genberg, A. K. Swoboda // *IMF Staff Papers* 52 (Special Issue), pp. 129-141. – 2005. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/staffp/2005/03/genberg.htm>
14. Levy-Yeyati E. Fear of Appreciation [Електронний ресурс] / E. Levy-Yeyati, F. Sturzenegger // *World Bank Policy Research Working Paper* No. 4387. – 2007. – Режим доступу до ресурсу: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1029502.
15. Carmen M. Reinhart C. C. The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation [Електронний ресурс] / C. Carmen M. Reinhart, K. K. Kenneth S. Rogoff // *Quarterly Journal of Economics* Volume 119, Issue 1 Pp. 1-48.. – 2004. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.nber.org/papers/w8963>
16. Cagan P. D. The monetary dynamics of hyperinflation [Електронний ресурс] / Phillip David Cagan // *Studies in the Quantity Theory of Money*. Chicago: University of Chicago Press. – 1956. – Режим доступу до ресурсу: <http://people.bu.edu/rking/SZGcourse/Cagan.pdf>.
17. Eduardo Levy-Yeyati E. A defacto classification of exchange rate regimes: A methodological note [Електронний ресурс] / E. Eduardo Levy-Yeyati, F. Federico Sturzenegger // *Mimeo*, Universidad Torcuato Di Tella. – 2002. – Режим доступу до ресурсу: http://www.researchgate.net/profile/Eduardo_Yeyati/publications
18. Revised System for the Classification of Exchange Rate Arrangements [Електронний ресурс] / K. Habermeier, A. Kokenyn, R. Veyrune, R. Anderson // *IMF Working Paper Monetary and Capital Markets Department*. – 2009. – Режим доступу до ресурсу: www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09211.pdf.