

УДК 339.743

Данилова К. І., канд. екон. наук

Інститут економіки та прогнозування НАН України

ІНСТИТУЦІЙНІ ОБМЕЖЕННЯ ВАЛЮТНОЇ ПОЛІТИКИ В СИСТЕМІ ВІДТВОРЕННЯ ТРАНСФОРМАЦІЙНОЇ ЕКОНОМІКИ

Досліджено основні джерела формування формальних та неформальних обмежень щодо реалізації валютної політики відкритої трансформаційної економіки в контексті можливостей забезпечення розширеного соціально-економічного відтворення. Визначено загальний механізм інституційного обмеження ефективності економічної діяльності та політики і деформації раціональної поведінки економічних агентів в умовах інверсійного типу становлення ринкових відносин, що призводить до викривлень імплементації процедур макроекономічної та фінансової стабілізації, виконання міжнародних угод і зниження репрезентативності результатів міжнародних порівнянь. Зауважено про необхідність врахування неформальних обмежень з боку інституційних та політичних факторів у процесі аналізу та забезпечення валютної стабільності.

Ключові слова: валютна політика, режим валютного курсу, трансформаційна економіка інверсійного типу, інституційна пастка, відтворювальна динаміка.

K.Danilova, PhD in Economics

Institute for Economics and Forecasting, NAS of Ukraine

INSTITUTIONAL CONSTRAINTS ON EXCHANGE RATE POLICY IN THE RE- PRODUCTION OF TRANSFORMATIONAL ECONOMY

The paper examines basic sources of formal and informal constraints of exchange rate policy in an open transformational economy toward opportunities to ensure expanded social and economic reproduction. It displays the general mechanism of institutional constraints on the efficiency of economic activities and policy and distortion of the rational behavior of economic agents under the inversion-type formation of market relations, which leads to perverted procedures of macroeconomic and financial stabilization, and mis-implementation of international agreements, and reduced representativeness of comparative political and institutional analysis. The author notes the need for assessment of informal constraints in the part of institutional and political factors in order to ensure exchange rate stability.

Keywords: exchange rate policy, exchange rate regime, inversion-type transformation economy, institutional trap, reproductive dynamics.

JEL: B52, F31, F33, F41, O43, P3

Тенденції соціально-економічної динаміки, що склалися наприкінці ХХ та початку ХІХ ст., ознаменували формування нового, інформаційно-мережевого, етапу розвитку економічних відносин у світовій економіці в цілому та на рівні окремих регіонів, країн, інституційних утворень. Глобальна фінансово-економічна криза, що розпочалася у 2007 р., та поступово перетворилася у так звану Велику рецесію, обумовила необхідність, з одного боку, звернення до фундаментальних засад функціонування економічних систем як середовища суспільного відтворення, а, з іншого – практичної реалізації комплексних програм антикризового регулювання та забезпечення стабільності національних валют з врахуванням існуючих глобальних структурних дисбалансів, системних ризиків світової економіки та специфіки національного інституційного середовища.

Стрімка лібералізація товарних та фінансових ринків, формування глобальної економіки транснаціональних компаній, фінансові інновації та

розповсюдження інформаційних мереж призвели до неврегульованої, надмірної відкритості економічного простору деяких країн. Для країн пострадянського простору ці виклики додатково ускладнилися інверсійним характером розвитку ринкових відносин, що на початку проведення економічних реформ не було враховано при розробленні регуляторних заходів та призвело до накопичення суперечностей соціально-економічного розвитку країни.

Сучасні загрози територіальній цілісності України ускладнюються існуючими викликами валютної стабільності та монетарному суверенітету країни, що актуалізує вивчення можливостей та обмежень врівноваження динаміки валютного курсу з огляду на завдання підтримки та продовження інтеграції у світове співтовариство та формування умов для економічного розвитку в процесі подальшої ринкової трансформації соціально-економічної системи країни.

Попередні дослідження еволюції

концепцій регулювання зовнішнього дисбалансу¹ дозволяють визначити два основні напрями його теоретичного відображення. Перший відбиває логіку та економічний зміст процесу розвитку форм обміну, грошей та міжнародного обміну відповідно до природного рівня забезпеченості ресурсами та можливостей їхнього використання для забезпечення суспільного добробуту. Започатковані А.Смітом та Д.Рікардо та розвинені у традиції маржиналізму, ці дослідження охопили природно-економічний зміст платіжного балансу у формі еволюції теорій міжнародної торгівлі. Другий напрям окреслив організаційно-економічні, інституційні аспекти розвитку поглядів на організацію статистики зовнішньоекономічних відносин та їх регулювання відповідними методами економічної політики – монетарної та фіскальної, висвітлені у працях послідовників кейнсіанського напрямку та "неокласичного синтезу" як розбіжності ринкового та державного механізмів регулювання зовнішньоекономічних відносин.

Об'єктивні процеси еволюції і розвитку організаційних основ реалізації зовнішньоекономічної діяльності та відповідних механізмів її регулювання в умовах інтенсифікації глобалізаційних процесів визначили, з одного боку, значний ступінь лібералізації регуляторних процедур, а з іншого – підвищення вимог щодо дотримання та уніфікації організаційних норм, технічних стандартів і регламентів міжнародного обміну у формі положень системи ГАТТ/СОТ. Міжнародне право СОТ базується на системі міжнародних норм, багатосторонніх угод і положень², що включає:

- загальні принципи, методи і стандарти здійснення міжнародної торгівлі (режим найбільшого сприяння, національний режим, порядок винятків);
- методи і ставки тарифного регулювання (ГАТТ);
- норми торгівлі товарами (щодо сільського господарства (AG), інвестиційних заходів (TRIMs), митного оцінювання (CV), субсидій і компенсаційних заходів (SCM), спеціальних захисних заходів (SG), антидемпінгу (ADA), технічних бар'єрів у торгівлі (TBT), санітарних і фітосанітарних заходів (SPS), передвідвантажувальної інспекції, правил походження, імпортного ліцензування);
- норми торгівлі послугами (GATS);
- торговельні аспекти реалізації прав інтелектуальної власності (TRIPs);
- процедури і правила вирішення торгових спорів (DSU);

¹ Данилова К.І. Проблеми регулювання нестабільності платіжного балансу країни: сучасний дискурс та невирішені питання/ К.І.Данилова // Вісник Інституту економіки та прогнозування. – 2014. – С. 22–32.

²The Uruguay Round agreements.WTO legal texts [Електронний ресурс] / WTO. – Доступний з : http://www.wto.org/english/docs_e/legal_e/legal_e.htm#annex3

• регламентацію щодо реалізації торговельної політики держави (порядок здійснення державних закупівель, способи взаємодії в галузі цивільної авіатехніки).

Останній, Доський, раунд переговорів, що розпочато у 2001 р., досі незавершений; за його результатами планується узгодити суперечливі питання щодо відносин розвинених країн з країнами, що розвиваються, відносно сільського господарства, можливостей патентування фармацевтичної продукції, спеціальних та диференціальних режимів і технічної допомоги в імplementації вимог. Відповідно до норм ГАТТ/СОТ можливості широкого використання заходів прямого регулювання зовнішньоекономічної діяльності значно обмежуються для національних регуляторів, хоча міжнародне право СОТ de jure декларує національний суверенітет зовнішньоторговельної політики. У підсумку на практиці національні заходи регулювання міжнародної торгівлі і потоків капіталу найчастіше містять важелі прихованого протекціонізму та захисту. Одним з найбільш поширених методів регулювання та створення додаткових сприятливих умов для розвитку національного зовнішнього сектора в цьому випадку стає політика валютного курсу.

Валютний курс є інструментом досягнення зовнішньої рівноваги, і його використання для управління інфляційними процесами, тобто ціновою стабільністю, є вкрай неправильним. Однак валютний режим як інституційний механізм визначення валютного курсу, виступаючи як умови торгівлі та займу, через канал грошової пропозиції впливає також і на внутрішню рівновагу економічної системи. Наявність досить широкого спектра номінальних формулювань валютного режиму та відсутність чітких "рецептів" їх впровадження і використання, проблеми адекватного розмежування режимів de facto – de jure досі актуалізують визначення детермінантів вибору валютного режиму.

У сучасній економіці не існує плаваючого або фіксованого курсу в "чистому" вигляді. Швидше можна говорити про певний синтез. Сучасне уявлення про вигоди й видатки того чи іншого режиму валютного курсу значною мірою сформувалося під впливом зарубіжних досліджень емпіричних залежностей економічного зростання, торгового сальдо, показників інфляції, ділових циклів, поведінки споживчих цін при використанні певного валютного режиму. Однак розуміння реальних переваг того чи іншого валютного режиму неможливе без оцінки місця цієї категорії у структурі не тільки монетарної політики держави, а й економічної політики і стратегії з урахуванням динаміки глобальної фінансової системи.

У загальному вигляді проблема вибору режиму валютного курсу почала формуватися в 1945р. після ратифікації умов Бреттон-Вудської конференції та прийняття більшістю країн режиму фіксації курсу. Після кризи Бреттон-Вудса в 1973р. значна

частина учасників системи перейшла до режимів плавання, а до 1979р. країни Західної Європи встановили фіксовані курси відносно один одного з подальшим прийняттям єдиного загального платіжного засобу. До середини 80-х років дискусії навколо проблеми оптимальності режиму валютного курсу для країн Європи, що не увійшли до Євросоюзу, та інших транзитивних економік інтенсифікувалися. При цьому фахівці Міжнародного валютного фонду та інших міжнародних фінансових інститутів висунули тезу про необхідність повернення до фіксованого, в крайньому випадку – керованого, режиму, обґрунтовуючи подібний крок в першу чергу відновленням дисципліни національних центральних банків і утриманням інфляційних показників у допустимому діапазоні³. З середини 90-х років виникла гостра необхідність перегляду принципів Вашингтонського консенсусу, зокрема у зв'язку з валютною кризою в Мексиці в кінці 1994 р. У результаті було висунуто діаметрально протилежну думку: в постБреттон-Вудському світі високої мобільності капіталів курси валют, які коригуються автоматично, можуть бути засобом нівелювання екзогенних шоків та запобігання фінансовим кризам. Подібний погляд на проблему припускав закріплення обґрунтованого використання тільки за так званими куттовими рішеннями⁴, які автоматично, без проведення інтервенцій, пристосовуються до ринкових механізмів – або незалежне плавання, або жорстка фіксація, законодавчо закріплена режимом валютного правління.

Основи формування та розвитку класифікації валютних режимів в її сучасному розумінні були закладені в 1950 р. з виходом першого тому річного звіту Міжнародного валютного фонду "Валютні угоди та обмеження"; еволюція класифікації представлена в табл. 1.

Сучасні розробки й альтернативи до МВФ дослідження в галузі теорії валютних курсів давно довели невідповідність валютного інструментарію, який фактично застосовується, офіційно декларованому в більшості країн світу⁵. Однак проблема

класифікації валютних режимів криється не тільки в прагненні держав дотримуватися вимог і рекомендацій МВФ та інших міжнародних фінансово-політичних організацій з метою отримання макрофінансової допомоги. Як наголошують експерти, ці відхилення свідчать про загальну тенденцію глобальної фінансизації світового господарства.

Для формування основ системи підтримки прийняття рішень у сфері вибору режиму валютного курсу важливим є визначення критеріїв такого вибору. Найбільш поширеними є три основні гіпотези вибору валютного режиму: теорія оптимальних валютних зон, теорія лібералізації рахунку капіталу, теорія інституціональних особливостей.

Критерій оптимальних валютних зон, розроблений Нобелівським лауреатом Р.Манделлом з доповненнями М.Флемінга, базується на аналізі ефективності грошово-кредитної та бюджетно-податкової політики в умовах альтернативних валютних режимів для малої відкритої економіки⁶. Розробки моделі Манделла – Флемінга дозволили виокремити критерії, згідно з якими географічна зона є оптимальною для реалізації економічної політики із використанням загального платіжного засобу або фіксованого режиму курсів валют країн, якщо вона задовольняє таким умовам⁷:

- країни, що входять до валютної зони, можна вважати малими економіками (за часткою торгівлі у структурі світового товарообігу, ВВП на душу населення, чисельністю населення, площею);
- високий ступінь відкритості для торгівлі всередині зони (середній рівень зовнішньоторговельних операцій щодо ВВП, частка експортно-імпортних відносин);
- внутрішній рівень цін і заробітних плат є гнучким;
- фактори виробництва (в першу чергу робоча сила) мобільні як усередині зони, так і в міжнародному масштабі;
- структура експорту диверсифікована таким чином, що вплив внутрішньогалузевих шоків нівелює макроекономічний вплив;

³ Reinhart, Carmen M. The Mirage of Floating Exchange Rates // American Economic Review. – 2000. – Vol. 90, № 2 (May). – Pp. 65–70.

⁴ Yagci, Fahrettin. Choice Of Exchange Rate Regimes For Developing Countries [Електронний ресурс] // The World Bank, Africa Region Working Paper Series. – April 2001. – No.16. – Доступний з : <http://www.worldbank.org/afr/wps/wp16.pdf>

⁵ Kuttner K. N., Posen A. S. Beyond Bipolar: A Three-Dimensional Assessment of Monetary Framework // Institute of International Economics, International Journal of Finance and Economics. – 2001. – Vol. 6, № 4; Levy-Yeyati, Eduardo, and Federico Sturzeneger. Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs. Words // European Economic Review. – 2005. – Vol. 49, Is. 6. – Pp. 1603–1635; Reinhart C., Rogoff K. Modern History of Exchange Rate Arrangements: The Reinterpretation // NBER Working Papers. – 2002. – № w8963 (May).

⁶ Mundell R. Capital Mobility and Stabilization Policy Under Fixed and Flexible Exchange Rates // Canadian Journal of Economics and Political Science. – November 1963. – Vol.29. –Pp. 475–485; Mundell, R. A. A Theory of Optimum Currency Areas // American Economic Review. – 1961. – № 51(4). – Pp.657–665.

⁷ Frankel, Jeffrey A. & Rose, Andrew K. The Endogeneity of the Optimum Currency Area *Criteria* // The Economic Journal. – 1997. –№ 108 (449). –Pp. 1009–1025; Kenen, Peter B. Currency Areas, Policy Domains, and the Institutionalization of Fixed Exchange Rates [Електронний ресурс] // CEP Discussion Papers/ Centre for Economic Performance, LSE. – 2000.– № dp0467. – Доступний з : <http://cep.lse.ac.uk/pubs/download/DP0467.pdf>; Kenen, Peter B. Monetary Policy in Stage Three: A Review of the Framework Proposed by the European Monetary Institute // International Journal of Finance & Economics. – 1998. – Vol. 3(1). –Pp. 3–12.

Таблиця 1

Еволюція категорій класифікації валютних режимів МВФ у 1950–2014 рр.

Період	Форми валютного режиму	Уточнення
1950 р.	1. Центральний фіксований паритет. 2. Курс, що коливається	
1951–1973 рр.	1. Фіксований курс. 2. Плаваючий курс.	
1974 р.	1. Валютний курс підтримується в рамках вузького діапазону коливань по відношенню до: <ul style="list-style-type: none"> певної валюти, групи валют, середнього валютного курсу основних торговельних партнерів. 2. Валютний курс не визначається вузьким коридором коливань	Валотою прив'язки може виступати: <ul style="list-style-type: none"> долар США, фунт стерлінгів, французький франк
1975–1978 рр.	1. Валютний курс підтримується в рамках вузького діапазону коливань по відношенню до: <ul style="list-style-type: none"> певної валюти, групи валют (за наявності спільної угоди про інтервенції), валютного композиту; 2. Валютний курс не визначається вузьким коридором коливань	Валотою прив'язки може виступати: <ul style="list-style-type: none"> долар США, фунт стерлінгів, французький франк, південноафриканський ранд, іспанська песета
1979–1982 рр.	1. Валютний курс підтримується в рамках вузького діапазону коливань по відношенню до: <ul style="list-style-type: none"> певної валюти, групи валют (за наявності спільної угоди про інтервенцію), валютного композиту, набору індикаторів. 2. Валютний курс не визначається вузьким коридором коливань	Валотою прив'язки може виступати: <ul style="list-style-type: none"> долар США, фунт стерлінгів, французький франк, південноафриканський ранд, іспанська песета, австралійський долар, португальський ескудо
1983–1996 рр.	1. Валюта з фіксованим курсом: <ul style="list-style-type: none"> фіксація до однієї валюти; фіксація курсу до валютного кошика (композиту); 2. Валюта з обмежено гнучким курсом: <ul style="list-style-type: none"> обмежено гнучкий курс по відношенню до однієї валюти; обмежено гнучкий курс у рамках спільної політики. 3. Валюта з плаваючим курсом: <ul style="list-style-type: none"> коригований валютний курс; кероване плавання; 4. Незалежний плаваючий валютний курс	Заснована на самовизначенні національного грошово-кредитного регулятора
1997–1998 рр.	1. Валюта з фіксованим курсом: <ul style="list-style-type: none"> фіксація до однієї валюти; фіксація курсу до валютного кошика (композиту); 2. Валютний курс з обмеженою гнучкістю. 3. Кероване плавання. 4. Незалежне плавання	
1999–2001 рр.	1. Режими жорсткої прив'язки: <ul style="list-style-type: none"> відсутність власного платіжного засобу (формальна доларизація; валютний союз); валютне правління. 2. Режими плаваючого курсу: <ul style="list-style-type: none"> кероване плавання; незалежне плавання. 3. Проміжні режими: <ol style="list-style-type: none"> М'яка прив'язка: <ul style="list-style-type: none"> традиційна фіксація (до якірної валюти або валютного композиту); горизонтальний валютний коридор; повзуча прив'язка; похилий коридор; Жорстко кероване плавання 	
2009–2014 рр.	1. Режими жорсткої прив'язки: <ul style="list-style-type: none"> відсутність власного платіжного засобу (формальна доларизація; валютний союз); валютне правління. 2. Режими плаваючого курсу (ринковий курс): <ul style="list-style-type: none"> плавання; вільне плавання. 3. М'яка прив'язка: <ul style="list-style-type: none"> традиційна фіксація (до якірної валюти або валютного композиту); стабілізаційна угода; горизонтальний валютний коридор; повзуча прив'язка; прив'язка, подібна до повзучої. 4. Інші режими керування	Визначення режиму засноване на оцінці можливостей та фактичного ступеня ринкової детермінації курсу, незважаючи на режим, офіційно декларований національним монетарним регулятором

Джерело: Reinhart, Carmen, Kenneth Rogoff. The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A reinterpretation // Quarterly Journal of Economics. – 2004. – Vol. 119 (1). – Pp. 1–48; International Monetary Fund. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, 2002–2014.

- структура екзогенних шоків схожа для всіх учасників зони;
- фіскальний федералізм та політична інтеграція (інституційна конвергенція).

На початку 70-х років концепцію було доповнено критерієм оптимальності потоків капіталу⁸. Цей критерій передбачає контроль над короткостроковими флуктуаціями фінансового рахунку з метою нівелювання спекулятивних атак, що абсорбують ресурси і викликають відхилення динаміки валютного курсу від його базового рівноважного значення. Крім того, наголошується, що подібні спекулятивні потоки капіталу деструктивно впливають на ефективність розміщення ресурсів.

З точки зору критерію інституційного розвитку використання загального платіжного засобу або фіксованого валютного курсу згладжує коливання економічної кон'юнктури, зважаючи на зниження фактора невизначеності для економічних агентів, а отже, й більшої відповідності макроекономічної політики очікуванням цих суб'єктів. При цьому поліпшення структури очікувань зачіпає як виробничі структури і фінансові інститути, так і самі правові режими, замикаючи ланцюжок балансування. В результаті економічна система виходить на новий рівень рівноважного стану, що характеризується вищою якістю інституціонального середовища. Водночас розвиток внутрішніх інститутів не завжди відповідає критеріям економічної ефективності та соціальної справедливості. Наразі вони можуть ставати внутрішнім обмеженням національного зростання та суспільного добробуту, формуючі стійкі неефективні поведінкові моделі (інституційні пастки). Видатний фундатор інституційної теорії Дуглас Норт зауважував, що "інститути не завжди створюються, щоб бути соціально ефективними; скоріше вони створюються для забезпечення інтересів тих, хто має владу розробляти нові правила"⁹. У цьому сенсі порівняльний аналіз економічної політики трансформаційних економік пострадянського простору є нерепрезентативним через значний ефект віртуалізації політичного процесу¹⁰. Її реформування повинно враховувати, з одного боку, загальні механізми впливу інституційних та політичних чинників і неформальних

обмежень раціональної поведінки, що притаманні політичному процесу в цілому¹¹, з іншого – інституційні особливості реалізації економічної політики та поведінки економічних агентів на пострадянському просторі, що склалися через інверсійний тип становлення та розвитку ринкових відносин¹².

Руйнування попередньої системи інститутів адміністративного регулювання і реалізація ліберальної економічної політики в умовах відсутності ринкових інститутів та відповідних засад функціонування економічних агентів на початковому етапі трансформації економіки України призвели до стрімкого падіння продуктивності праці, структурних дисбалансів і сформувавши економічний фундамент нестабільності національної валюти. Неповільна лібералізація грошово-кредитного, валютного регулювання та господарських відносин у сфері перерозподілу прав власності в умовах відсутньої системи верховенства права та присутності "ручного" законотворення забезпечили значний ступінь невизначеності. Як відомо, надмірна економічна невизначеність є середовищем формування правил та поведінкових моделей, що дозволяють оптимізувати транзакційні витрати економічної діяльності та адаптуватися до оточуючого середовища через розміщення ресурсів у діяльність із мінімальним строком окупності. Тривала трансформація та незавершеність інституційного середовища при цьому розглядаються як джерело отримання додаткової ренти, а прогалини в інституціональному полі – лазівкою для нецільового використання ресурсів задля отримання особистих вигод¹³. У результаті перевага надається інституційній ренті, на відміну від інноваційної, що пригнічує підприємницьку та виробничу діяльність, сприяє руйнуванню освітньої та наукової інфраструктури та призводить до усталення однієї з форм інституціональних пасток – інвестиційної пастки, зміст якої полягає у переважанні рентоорієнтованої економічної поведінки і короткотермізму, націлених на отримання надприбутку без ана-

⁸Edwards, S., Capital Mobility and Economic Performance: Are Emerging Economies Different? // NBER. – January 2001; Bhagwati, J., Why Free Capital Mobility may be Hazardous to Your Health: Lessons from the Latest Financial Crisis. – November 1998; Kouri, Pentti J. K. The exchange rate and the balance of payments in the short run and in the long run: a monetary approach // Stockholm Institute for International Economic Studies Seminar Paper. – 1975. – № 52. – 43 p.

⁹North D. Institutions, Institutional Changes, and Economic Performance. – New York: Cambridge University Press, 1990. – 152 p. – P.16.

¹⁰Wilson, Andrew. Virtual Politics: Faking Democracy in the Post-Soviet World. – New Haven: Yale University Press, 2005. – 332 p.

¹¹Leblang, David A. Domestic Political Institutions and Exchange-Rate Commitments in the Developing World // International Studies Quarterly. – 1999. – № 43. – Pp. 559–620; Bernhard, William, J. Lawrence Broz and William Roberts Clark. The Political Economy of Monetary Institutions // International Organization. – 2002. – № 56 (4). – Pp. 693–723; Hallerberg, Mark. Veto Players and the Choice of Monetary Institutions // International Organization. – 2002. – № 56(4). – Pp. 775–802.

¹²Гриценко А.А. Структура ринкового трансформування інверсійного типу / А.А. Гриценко // Економіка України. – 1997. – № 1. – С. 4–10.

¹³Tamilina, Larisa and Olena Baklanova. Means of institutional formation: evolution versus revolution [Електронний ресурс] // Munich Personal RePEc Archive. MPRA Paper No. 50172. – Доступний з : <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/50172/>

лізу можливих екстерналій та багатоперіодності функціонування економічних систем.

Однак національною особливістю інституційних пасток у розвитку української економіки стала інституційна деформація інвестиційної поведінки не тільки господарських агентів, але й держави.

В умовах значного ступеня відкритості національної економіки недостатня увага до дослідження умов, механізмів і результатів розвитку внутрішньої (макроекономічної) і зовнішньої (валютної та платіжного балансу) нестабільності та їх взаємодії призвела до формування дискретності економічної політики і взаємопосиленню внутрішніх і зовнішніх чинників дестабілізації господарських процесів. На противагу поверхневому копіюванню західних стратегій забезпечення стабільності грошової одиниці на кшталт інфляційного таргетування механізм реалізації валютної політики повинен бути внутрішньо послідовним та гармонізованим (тобто не містити в собі суперечностей на кшталт паралельного співіснування плаваючого режиму та значного переліку адміністративних обмежень щодо порядку здійснення операцій з іноземною валютою, що знижують рівень та мож-

ливості конвертації національної грошової одиниці) та брати до уваги розуміння змісту валютного режиму в системі відтворювальної динаміки. Валютний режим є відображенням ступеня комплексності економічної складової міжнародного обміну країни, що відбиває фундаментальні (вартісні) пропорції у вигляді суспільно необхідного часу, просторово локалізованого у сукупному суспільному продукті країни (форм економічної діяльності), та його інституційної компоненти, що відображає актуальні (цінові) відносини у системі суспільного відтворення у вигляді грошово-фінансових механізмів трансформації прав власності та забезпечують транснаціоналізацію створеної вартості (форм та інструментів інституціоналізації обміну). Таким чином, для забезпечення та підтримки валютної стабільності національної грошової одиниці валютна політика має формуватися як замкнутий інституційний комплекс (з метою перешкодження дифузії інституційної відповідальності) в рамках конституційних повноважень монетарного регулятора та враховувати інституційні обмеження раціональної поведінки національних економічних агентів.