Є. О. Бублик,
к. е. н., с. н. с., старший науковий співробітник,
ДУ "Інститут економіки та прогнозування НАН України"
ORCID ID: 0000-0002-6080-9341

DOI: 10.32702/2306-6806.2020.3.61

УЗГОДЖЕННЯ МАКРОПРУДЕНЦІЙНОЇ ПОЛІТИКИ ТА МОНЕТАРНОГО РЕГУЛЮВАННЯ В УМОВАХ ФІНАНСОВОЇ ВІДКРИТОСТІ

Ye. Bubyk,

PhD. in Economics, Senior Researcher, Institute for Economics and Forecasting, National Academy of Sciences of Ukraine

HARMONIZATION OF MACROPRUDENTIAL POLICY AND MONETARY REGULATION IN THE CONTEXT OF FINANCIAL OPENNESS

У статті проаналізовано можливості та обмеження використання монетарного регулювання в інтересах обмеження негативного впливу волатильних потоків капіталу. Досліджено особливості та перспективні напрями запровадження макропруденційної політики в інтересах оптимізації фінансової відкритості. Підтверджено, що сучасна практика та наукові розробки підтримують необхідність запровадження політики управління фінансовою відкритістю, як частини макроекономічної політики держави. Її ефективна реалізація вимагає поєднання потенціалу монетарної, фінансової політик у межах макропруденційного інструментарію.

Показано, що необхідність запровадження інструментів макропруденційного регулювання зумовлене обмеженнями монетарного регулювання чинити бажаний ефект в умовах підвищеного рівня фінансової відкритості. Зокрема використання режиму інфляційного таргетування в умовах фінансової відкритості може провокувати тенденції небажаного притоку іноземного капіталу або його втечі всупереч потребам фінансової стабільності. За таких умов запровадження на широкому рівні макропруденційних інструментів контролю структури фінансової відкритості дозволить розширити інституційну спроможність регуляторів запобігти накопиченню ризиків надмірної валютизації, кредитного буму або цінових бульбашок на фінансові активи.

Обґрунтовано, що для малої відкритої економіки потребам забезпечення фінансової стабільності відповідають заходи контролю за рухом двосторонніх транскордонних короткострокових запозичень засобами макропруденційного інструментарію. З огляду на те, що ключовим елементом трансмісії зовнішніх шоків виступає валютний курс, зазначено, що лишається актуальною і потреба збереження адекватного валютного регулювання. За таких умов, можливість реалізації контролю фінансової відкритості в рамках макропруденційної політики дозволяє спростити "трилему неможливості" до послідовної задачі забезпечення монетарної незалежності, обмеження коливань валютного курсу та відповідного підвищення фінансової відкритості.

The article analyzes the possibilities and limitations applying of monetary regulation in the interests of minimizing the negative impact of volatile capital flows. There has been investigated peculiarities and perspective directions of the implementation of macroprudential policy according to the interests of optimizing financial openness. It has been confirmed, that current practice and scientific researches support the introducing of financial openness management policy as part of the state's macroeconomic policy. Its effective implementation requires combining the features of monetary and fiscal policies within the framework of macroprudential tools.

It is shown that the necessity of introducing macroprudential regulation instruments is conditioned by the constraints of monetary regulation of getting the targeted effects in the conditions of high level of financial openness. In particular, the use of inflation targeting due to high level of financial openness may provoke an unwanted foreign capital inflows or capital outflow against the needs of financial stability. Under such conditions, the introduction of broad-based macroprudential instruments for financial openness managing will extend the institutional capacity of regulators to prevent the accumulation of excessive currency, credit booms or price bubbles on financial assets risks.

It is substantiated that, for a small open economy, financial control measures should be targeted to control the movement of bilateral cross-border short-term borrowings by macro-prudential instruments. Given that the key element of the transmission of external shocks is the exchange rate, noted that it is still remains to maintain adequate currency regulation. In such circumstances, the possibility of exercising control over financial openness within the framework of macro-prudential policy makes it possible to simplify the "trilogy of impossibility" to the consistent task of ensuring monetary independence, limiting exchange rate fluctuations and increasing financial openness accordingly.

Ключові слова: фінансова відкритість, міжнародні потоки капіталу, макропруденційна політика, монетарна політика, трилема неможливості.

Key words: financial openness, international capital flows, macroprudential policy, monetary policy, the trilogy of impossibility.

ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ

В умовах домінування лібералізаційного тренду в міжнародних фінансових відносинах, запровадження обмежень на рух капіталу в транзитивних економіках,

як правило, відбувалось у режимі форс-мажору, як реакція на кризові події. Тобто як вимушена тимчасова ініціатива, а не етап раціональної послідовної політики. Відтак теорії та методології використання заходів

регулювання міжнародних потоків капіталу та фінансової відкритості тривалий час не приділялось належної уваги. Тому, попри усвідомлення необхідності здійснення регулювання, установлені рекомендації щодо перспективних інструментів їх використання в межах монетарної політики і тим більше їх комплексне представлення до цього часу має практично відсутнє.

АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ

Вагомий внесок у розвиток науково-методичних підходів щодо використання макропруденційного інструментарію для регулювання структури міжнародних потоків капіталу в економіці зробили О. Бланшард [1], А. Гош [2], О. Кануто [3]. Проблемам реалізації монетарної політики в умовах фінансової відкритості та перспектив втрати монетарної незалежності присвячені праці Р. Мандела [4], Дж. Флемінга [5] та М. Обстфельда [6]. Водночас тематика узгодження монетарного регулювання з перспективним інструментарієм макропруденційної політики потребує подальшого поглиблення.

МЕТА СТАТТІ

Метою статті є узагальнення перспектив та обмеження монетарного регулювання фінансової відкритості економіки та можливості його посилення макропруденційним інструментарієм.

ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ

Офіційні висновки та рекомендації СБ, МВФ та інших МФО підтверджують, що негативні наслідки від запровадження заходів контролю за рухом капіталу є більш прийнятними ніж потенційні втрати від волатильних міжнародних потоків капіталу (МПК) [1]. Помітна протягом останнього десятиліття світова тенденція модернізації політик центральних банків, що виникла як результат критичного аналізу причин та наслідків останньої фінансової кризи, призвела, у т.ч., до досить суттєвої трансформації підходів до визначення основних цілей, функцій і, відповідно, інструментів центробанків. Основним проявом цієї тенденції слід вважати виокремлення макропруденційної політики (МПП), як однієї з основних політик всіх фінансових регуляторів, і насамперед центрального банку, як головного монетарного регулятора та його взаємодії з урядом у напрямі узгодження впливу монетарної та фінансової політик на макроекономічне середовище.

Найбільш ґрунтовні теоретичні узагальнення та дієві практики реалізації макропруденційної політики активно намагається імплементувати все більше як розвинені країни, так і країни, що розвиваються. Недостатність політики цінової стабільності епохи докризисового періоду, наочно проявилась у формуванні чисельних складових системного ризику, що призвів до розгортання ГФК. Характерно, що і МВФ позиціонує МПП вище інфляційного таргетування, зазначаючи, що реалізація політики цінової стабільності може негативно впливати на фінансову стабільність [7].

У рамках реалізації макропруденційної політики, на неї покладаються, зокрема, завдання підтримки стійкості всієї фінансової системи (включно з внутрішніми ринками, стан яких може здійснювати раптовий сильний вплив на банківську систему), обмеження ринкових ризиків обумовлених дією екзогенних факторів, а також згладження фінансових циклів. Для вирішення цих завдань у т.ч. передбачається використання механізмів оподаткування, регулювання потоків капіталу, цільового кредитування тощо. Зрозуміло, що вирішити ці завдання в рамках тільки монетарної політики, для реалізації якої останнім часом центробанкам намагаються залишити тільки один інструмент — облікову ставку, неможливо. Це обмеження і покликана подолати макропруденційна політика.

Для належної ефективності заходів регулювання потоків капіталу в рамках макропруденційної політики, комплекс інструментів з їх реалізації повинен відповідати ряду вимог. Короткостроковий орієнтир найбільш рестрикційних адміністративних заходів, оскільки на довгострокову періоді вони втрачатимуть ефективність, внаслідок їх обходу зацікавленими контрагентами. Крім того, заходи повинні бути орієнтовані на реальні загрози зростання системного ризику і не зачіпати операцій, що не несуть таких загроз, оскільки перманентні обмеження стимулюватимуть тіньовий ринок або накопичення структурних деформацій на ринках. ринковий інструментарій потрібно розглядати як стратегічний, тоді як адміністративний — як оперативний. Водночас регулювання перманентних потоків капіталу доцільно здійснювати ринковими інструментами, тоді як волатильних — адміністративними заходами.

Перелік інструментів реалізації макропруденційної політики продовжує розвиватись. Частина з них знайшла своє визнання, зокрема, в рекомендаціях Базельського комітету та досить активно проводиться його імплементація у т.ч. країнами Східної Європи (як правило, це — LTV, DSTI, CCB, ACB for SII, більш обмежено — LTI). Загалом всі ці інструменти можуть бути використані і для регулювання фінансової відкритості, але згідно з дослідженнями високу кореляцію з динамікою МПК демонструють стандартні LTV, DSTI та CB за операціями, пов'язаними з іноземною валютою та МПК [2].

Переважає більшість інструментів МПП, що впливають на динаміку та структуру МПК мають обмежувальний характер. Заходи з обмеження МПК орієнтовані на оптимізацію рівня фінансової відкритості країни, інтегровані в політику МПР, повинні зачіпати всі можливі сфери локалізації та відтоку іноземного капіталу в країні.

Але потрібно наголосити, що для країн з економіками, що розвиваються основна частина заходів макропруденційного регулювання структури потоків капіталу повинна бути зосереджена в рамках монетарної, валютно-курсової та політики фінансової стабільності, що поширюються на банківську систему. В транзитивних економіках, як правило, банківські системи є найбільш розвиненим сегментом фінансових ринків. У межах банківської системи таких країн локалізується переважна частина МПК. Водночас, вузьким місцем, через яке проходить більша частина операцій з іноземним капіталом є валютний ринок країни. Відповідно, фокус уваги монетарних заходів макропруденційного регулювання МПК повинен бути зосереджений саме на банківському та валютному ринках.

Є й інші аргументи на користь цього твердження. Зокрема саме банки активно фінансують короткострокове споживче або довгострокове іпотечне кредитування за допомогою короткострокових зовнішніх позик, що є однією з характерних форм реалізації трансмісії волатильної компоненти економічного циклу. В країнах з транзитивними економіками, як правило, в межах банківського ринку сконцентрований валютний ринок країни, де реалізуються ризики спекулятивних атак на національні валюти. Активними провідниками МПК у транзитивних країнах є чисельні та великі іноземні банки. І водночас саме банки володіють потенціалом продуктивного перерозподілу накопиченого іноземного капіталу в напрямі перспективних галузей економіки. Для України це актуально, оскільки небанківський сектор лишається майже нерозвиненим.

З огляду на це, саме регулятору банківського ринку, який, як правило, також відповідає за монетарну і, зокрема, валютно-курсову політику і доводиться реалізовувати заходи регулювання фінансової відкритості країни з метою оптимізації структури та динаміки МПК. Складність для регулятора полягає в тому, що надмірна зарегульованість сфери валютних операцій та операцій з капіталом може призвести до їх переорієнтації у сег-

Таблиця 1. Напрями впливу інструментів МПП на фінансову стабільність

Інструменти	Принцип дії	Напрямок впливу
Інструменти загального впливу: буфер капіталу, адміністративні вимоги, стрес-тести	Підвищення запасу міцності на випадок екзогенних шоків та кредитного буму	Підвищення стійкості фінансового сектору
Секторальні інструменти: PPB, LTV, DSTI, секторальні та валютні адміністративні вимоги	Вирівнювання характеристик джерел фінансування	Обмеження проциклічності
Інструменти регулювання ліквідності: NSFR, LPR, резервні вимоги за валютними активами	Зниження ризиків розриву: ліквідності, строковості, валюти	Обмеження проциклічності
Структурні інструменти: адміністративні обмеження щодо ринкової частки та міжбанківських операцій	Зниження взаємопов'язаності та ризику зараження	Обмеження проциклічності

Джерело: складено автором на основі [8].

мент небанківського ринку фінансових послуг або тіньовий банківський ринок.

Водночас, за певних умов регулювання МПК може здійснюватися засобами монетарної політики, але за поглиблення загроз фінансової нестабільності викликаних сплесками або втечею МПК, у дію повинні вводитись заходи політики контролю та регулювання фінансової відкритості в рамках сил та засобів МПП.

Тактика запровадження інструментів МПП у сфері регулювання МПК полягає в тому, щоб інтегрувати у низку фінансових операцій, критичних з точки зору впливу фінансової відкритості на економіку, елемент управління, який відфільтровує або регулює накопичення системного ризику. Перевага зазначених у таблиці інструменти полягає в тому, що вони є узгодженими з нормативним регулюванням та вимогами низки МФО, зокрема МВФ та ОЕСР. На національному рівні їх доцільно доповнити і заходами з інших сфер регулювання: оподаткування придбання нерухомості нерезидентами, норматив обов'язкового продажу валютної виручки експортерів тощо. Як можна побачити, більшість інструментів прямо, чи опосередковано зачіпає сферу валютного регулювання.

Перелік адміністративних заходів обмеження волатильності МПК та втечі капіталу доволі чисельний і багато з них отримали визнання з боку фахівців та практиків. Натомість більше суперечок викликає спроможність регулювання МПК засобами монетарної політики. Справа в тому, що традиційне використання інструментів монетарного регулювання може мати абсолютно протилежний вплив на економічну динаміку в умовах високого рівня фінансової відкритості економіки країни. Так, для країн, що розвиваються у випадках раптового відтоку капіталу перша реакція — підняти відсоткові ставки. Але світовий досвід не підтверджує дієвості у таких випадках цього інструменту. Окрім того, оскільки цей захід шкідливий для зростання економіки (обмеження попиту та підвищення вартості обслуговування зовнішнього боргу), підвищення ставок слід оцінити як контрпродуктивний захід.

Суперечливий вплив наслідків монетарного регулювання в умовах високого рівня фінансової відкритості проявляється також через складнопрогнозовану динаміку валютного курсу, інфляції, зовнішнього боргу та відповідних ринкових очікувань, що можуть провокувати волатильність МПК. З огляду на це, фінансова відкритість зумовлює необхідність узгодження монетарного регулювання з іншими політиками, зокрема, фінансовою, інвестиційною та підпорядкування цілям та заходам макропруденційної політики, оскільки саме вона відкриває перспективи запобігання суперечливому впливу наслідків.

Складність узгодження монетарної політики з політикою контролю МПК навіть в рамках МПП зумовлена також тим, що не існує універсальних теорій та рекомендацій щодо архітектури та механізму їх взаємодії. Специфіка кожної економіки формує вагомий відмінності в поведінці ринкових учасників у різних країнах навіть у схожих макроекономічних обставинах [2]. З одного боку, величезна різноманітність інструментів макропруденційного регулювання дає можливість поступово відкалібрувати політику до конкретних цілей. Але період калібрування матиме негативний вплив невизначеності від постійної зміни правил в таких умовах, для формування конкретної реакції регулятори повинні зосередитись також на структурних та поведінкових політиках [3].

Серед переліку основних понять, безпосередньо пов'язаних з монетарною політикою та рухом МПК, у часи поточного періоду глобалізації, була сформульована так звана "трилема

неможливості" або як її ще також називають "неможлива трійця" — теоретичний постулат який походить з робіт Р. Манделла та Дж.М. Флемінга, які незалежно, але практично одночасно (1962—1963 рр.) узагальнили проблеми балансування цілей монетарної політики в умовах відкритої економіки [4; 5]. У поточному вигляді, з акцентом на монетарну політику "неможлива трійця" була стилізована науковцями трохи пізніше і зайняла вагоме місце в парадигмі фінансової лібералізації.

Постулат "трилеми" обґрунтовує, що в монетарній політиці неможливо одночасно досягти стабільного валютного курсу, незалежної монетарної політики та вільного руху капіталу (фінансової відкритості). Вибір між цими цілями вимагатиме або фіксації курсу, що теоретично позбавить монетарної незалежності, або запровадження обмежень на рух капіталу, що унеможливить фінансову інтеграцію, або відмови від контролю валютного курсу, що зумовить його ймовірне коливання. З цієї теорії, як правило робиться висновок, що регулятор може досягти лише двох з цих цілей. Таке теоретичне узагальнення є логічним, але висновки, що, як правило, роблять з цього постулату, є підстави оскаржити. Передусім, потрібно відзначити, що дана трилема сформульована виключно в гіпотетичному ключі і узагальнює ідеальний випадок абсолютно незмінного валютного курсу, повної свободи руху капіталу та абстрактно незалежної монетарної політики. Саме така постановка неодноразово зазнавала критики. Зокрема М. Обстфельд, Дж. Шамбаух та А. Тейлор зазначили, що довести теорему на практиці досить важко оскільки практично неможливо виміряти незалежність монетарної політики, свободу руху капіталу або зустріти вільний плаваючий курс не тільки "де-юре", але й "де-факто" [6].

Дійсно, попри вдале теоретичне обґрунтування, практичне втілення теорії неможливості малореальне. По-перше, логічно сформулювати раціональну послідовність досягнення зазначених цілей (незалежна монетарна політика — стабільний валютний курс — фінансова відкритість), а не прагнути їх паралельно. По-друге, зазначені цілі не потрібно розглядати в їх екстремальних проявах, тоді проблема перетворюється на завдання пошуку балансу в системі фінансової інтеграції — фінансової стабільності. І нарешті, трилема існує тільки в рамках неоліберального підходу до фінансової відкритості, як до кінцевої мети в абсолютній відсутності обмежень. Якщо підходить до фінансової відкритості, як до динамічного параметру макроекономічного регулювання (власне, як до валютного курсу або відсоткової ставки), то трилема лишається, але феномен неможливості зникає.

Підтвердженням тому, що центробанки не прагнуть до вибору між цілями, а комбінують їх у відповідності із стратегічними завданнями і для цього шукають балансу на трикутному полі "трилеми", слугують і емпіричні дослідження [9]. Попри поширену думку про вільно плаваючий курс, як інструмент саморегулювання, і в його умовах є потреба в заходах контролю за МПК. Так, дослідження Е. Фарі та І. Вернінга цікаве тим, що воно проводилось по відношенню до малої відкритої економіки та підтвердило тезу про те, що для фінансової системи такої країни заходи контролю за МПК є бажаними навіть в умовах вільноплаваючого обмінного курсу, оскільки допомагають проводити контр циклічну політику та згладжувати сплески потоків капіталу [10].

Країни, в яких діє фіксований режим валютного курсу, можуть досягти високого ступеня монетарної незалежності, тоді, як країни з плаваючими режимами валютного курсу при активізації МПК втрачають монетарну незалежність, особливо, коли глобальна фінансова відкритість сягає високих показників (зростає волатильність МПК) [11].

Доцільно звернути увагу на характерні напрями формування політик управління МПК та їх перспективний інструментарій. Універсальною рекомендацією стосовно запобігання негативному впливу МПК є те, що ключова увага системи контролю за рухом капіталу в країні повинна бути зосереджена на двосторонніх короткострокових зовнішніх запозиченнях, оскільки вони є найпоширенішим інструментом накопичення екзогенного ризику для банківської системи. За допомогою короткострокових зовнішніх позик іноземний або внутрішній капітал втікає з країни, провокуючи нестабільність банківської системи та всієї економіки.

Для регулювання короткострокових запозичень на банківському ринку, за досвідом Південноамериканських країн, непогано зарекомендували себе строкові нормативи резервування за такими позиками. Цей інструмент вимагає створення спеціальних безпроцентних резервів одержувачем таких позик в центральному банку на термін, наприклад, 1 рік. Норматив може змінюватись у широкому діапазоні, відповідно до напрямку політики регулювання фінансової відкритості — лібералізація або обмеження руху капіталу. Наприклад, у Чилі такий норматив резервування був запроваджений під час кризи 1991 р. на рівні 30%. У 1998 р. він був зменшений до 10%, а згодом — до нуля, проте не скасований і за потреби може бути знову підвищений для обмеження притоку короткострокового капіталу [12].

Ключовим елементом трансмісії зовнішніх шоків виступає валютний курс. Водночас валютний режим впливає і на ефективність макропруденційного регулювання і повинен розглядатись як особливий інструмент. Моделювання показує, що загалом макропруденційна політика корисна за будь-якого режиму валютного курсу, а в окремих випадках за фіксованого її ефективність навіть вища [13]. Притік іноземного капіталу провокує ревальваційний тиск на національну валюту, що може бути не бажаним з точки зору підтримки національних виробників. Ще більш негативним проявом може стати некерована девальвація національної валюти у випадку раптової втечі капіталу. Цей ризик є характерним для транзитивних економік.

З цих причин, вибір режиму валютного курсу на сучасному етапі втратив свою однозначність. Хоча рекомендації більшості МФО продовжують наполягати на меншій ризикованості плаваючих курсів, знизився й рівень критики їх фіксації, все більше свідчень доцільності їх існування на певних етапах. Цьому сприяє також те, що й частина розвинених країн використовує режими прив'язки або, навіть, фіксації валютних курсів. Як зазначалось у роботі, основним викликом на шляху до фінансової відкритості транзитивної економіки виступає потреба проведення лібералізації валютного регулювання. Для країни з малою експортоорієнтованою

відкритою економікою та слабкою національною валютою, валютне регулювання виступає однією з найбільш ефективних політик макроекономічного регулювання в т.ч. у сфері руху МПК.

Головними ризиками проведення лібералізації валютного регулювання в країні з відкритою економікою виступають відтік капіталу та знецінення національної валюти. Крім того, для малої відкритої економіки стабільність валютного курсу є необхідною умовою залучення неспекулятивних інвестицій і зниження транзакційних затрат міжнародної торгівлі. Аналіз показує, що країни, які мають спільні або прив'язаний до іншої валюти курс, мають кращі показники міжнародної торгівлі [14].

Слід відзначити, що для України ці ризики на даний момент лишаються досить високими. Про це свідчить аналіз зовнішньої інвестиційної діяльності України, за підсумками якої Україна тривалий час виступає експортером капіталу. Так, згідно з дослідженням американської неурядової організації Global Financial Integrity, тільки в період з 2004 по 2014 рр. з України нелегально було виведено понад 115,4 млрд дол. США [15].

За таких умов лібералізація операцій з валютою на фоні поточних тенденцій транскордонного руху капіталу в Україні сприятиме посиленню відтоку капіталу, скороченню повернення валютної виручки, дефіциту валюти на внутрішньому ринку і відтак додатковому девальваційному тиску на гривню. Загалом потенційні ризики проведення повної лібералізації валютного регулювання на даному етапі значно переважають потенціал притоку іноземних інвестицій. Особливо з огляду на їх поточну структуру, у якій переважають портфельні інвестиції у сектор державного управління. В таких умовах, більш актуальним виглядає питання не простого стимулювання притоку інвестицій, а запровадження заходів з їх диференціації в залежності від напрямку їх залучення.

Нівелювання валютного ризику вимагає використання широкого спектру заходів: від резервування за валютними вкладами для обмеження валютизації фінансової системи, накопичення міжнародних резервів до зміни режиму валютної політики. Традиційно накопичення міжнародних резервів розглядається як затратний захід. З одного боку, це відповідає дійсності — частина фінансових ресурсів вилучається з обігу і не може бути оперативно розміщена. Як правило такі резерви лежать мертвим вантажем на висхідних етапах економічного циклу. З іншого боку, ефект від емісії, пов'язаної з накопиченням резервів під час валютних інтервенцій поки ще досліджений не достатньо.

Стосовно обмеження негативного впливу волатильного капіталу доцільно звернути увагу на вимогу перебування іноземного капіталу в країні не менше визначеного періоду часу, а також строкові обмеження на повернення дивідендів. Такі вимоги зокрема сприяють зниженню волатильності портфельних інвестицій.

ВИСНОВКИ

Потенціал ефективного застосування МПП у сфері регулювання фінансової відкритості країни визначається макроекономічним впливом її інструментів та перспективами інтеграції заходів різних економічних політик, що зачіпають сферу МПК, узгоджуючи їх цілі на рівні регуляторів. Монетарний регулятор у країні з транзитивною економікою може відігравати провідну роль в забезпеченні політики контролю за МПК зосереджуючи свої зусилля у сфері валютного регулювання та пруденційного нагляду за банківським ринком. Водночас доводиться визнати, що монетарна політика не може забезпечити повноцінний комплекс управління МПК в умовах фінансової відкритості, оскільки заходи монетарного регулювання можуть вступати у протиріччя із цілями політики контролю МПК.

Протиріччя монетарного регулювання в умовах фінансової відкритості можуть бути усунені як у рам-

ках МПР, так і відходу від неоліберального визначення фінансової відкритості, як бажаної кінцевої мети абсолютної відсутності обмежень. Якщо підходити до фінансової відкритості, як до динамічного параметру макроекономічного регулювання (власне, як до валютного курсу або відсоткової ставки), то трилема монетарного регулювання перетворюється на завдання пошуку балансу в системі фінансової інтеграції — фінансової стабільності.

Основний принцип організації системи регулювання фінансової відкритості полягає у запровадженні елементу управління в систему економічних відносин пов'язаних з транскордонними фінансовими транзакціями у всіх основних їх проявах: міжнародне кредитування, інвестиції, репатріація дивідендів, обмін валюти тощо. Водночас основою забезпечення фінансової стабільності відкритої транзитивної економіки виступає адекватна макроекономічна політика та політика інституціонального розвитку фінансового сектору країни, як необхідних умов продуктивного руху до фінансової інтеграції.

Література:

1. Blanchard O., Ostry J., Ghosh A., Chamon M. Are capital inflows expansionary or contractionary? Theory, policy implications, and some evidence. *IMF Economic Review*. 2017. Vol. 65. P. 563—585.
2. Ghosh A., Ostry J., Quresh, M. Managing the Tide: How Do Emerging Markets Respond to Capital Flows? *IMF Working papers*. 2017. No. 17/69.
3. Canuto O., Ghosh S. Dealing with the Challenges of Macro Financial Linkages in Emerging Markets. *World Bank Study*. Washington, DC: World Bank. 2013. 280 p.
4. Mundell Robert A. Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates. *Canadian Journal of Economic and Political Science*. 1963. Vol. 29, No. 4. P. 475—485.
5. Fleming J. Marcus. Domestic financial policies under fixed and floating exchange rates. *IMF Staff Papers*. 1962. Vol. 9. P. 369—379.
6. Obstfeld M., Shambaugh J., Taylor A. The Trilemma in history: tradeoffs among exchange rates, monetary policies, and capital mobility. *Review of Economics and Statistics*. 2005. Vol. 87, No. 3. P. 423—438.
7. Key aspects of macroprudential policy / International Monetary Fund. 2013. URL: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/061013b.pdf> (дата звернення: 28.02.2020).
8. Increasing Resilience to Large and Volatile Capital Flows: The Role of Macroprudential Policies / International Monetary Fund. 2017. URL: <https://www.imf.org/~media/Files/Publications/PP/2017/pp060217-increasing-resilience-to-large-and-volatile-capital-flows.ashx> (дата звернення: 28.02.2020).
9. Aizenman J., Ito H. The "Impossible Trinity", the international monetary framework, and Pacific Rim. *The Oxford Handbook of the Economics of the Pacific Rim*. 2011. URL: web.pdx.edu/~ito/handbook_aizenman_ito.pdf (дата звернення: 28.02.2020).
10. Farhi E., Werning I. Dilemma not trilemma? Capital controls and exchange rates with volatile capital flows. *IMF Economic Review*. 2014. Vol. 62, No. 4. P. 569—605.
11. Bekaert G., Mehli A. On the global financial market integration "swoosh" and the trilemma. *Journal of International Money and Finance*. 2019. Vol. 94. P. 227—245.
12. Johnston R., Darbar S., Echeverria C. Sequencing capital account liberalization: lessons from Chile, Indonesia, Korea, and Thailand / Sequencing Financial Sector Reforms: Country Experiences and Issues, Washington, DC: International Monetary Fund. 1999. P. 245—283.
13. Unsal D. Capital Flows and Financial Stability: Monetary Policy and Macroprudential Responses. *International Journal of Central Banking*. 2013. URL: <https://www.ijcb.org/journal/ijcb13q1a10.pdf> (дата звернення: 28.02.2020).

/www.ijcb.org/journal/ijcb13q1a10.pdf (дата звернення: 28.02.2020).

14. Broz J., Frieden J. The political economy of international monetary relations. *Annual Review of Political Science*. 2001. Vol. 4, No. 1. P. 317—343.

15. Illicit financial flows to and from developing countries: 2005—2014 / *Global Financial Integrity*. 2017. URL: www.gfintegrity.org/wp-content/uploads/2017/05/GFI-IFF-Report-2017_final.pdf (дата звернення: 28.02.2020).

References:

1. Blanchard, O. Ostry, J. Ghosh, A. and Chamon, M. (2017), "Are capital inflows expansionary or contractionary? Theory, policy implications, and some evidence", *IMF Economic Review*, vol. 65, pp. 563—585.
2. Ghosh, A. Ostry, J. and Quresh, M. (2017), "Managing the Tide: How Do Emerging Markets Respond to Capital Flows?", *IMF WP*, No. 17/69.
3. Canuto, O. and Ghosh, S. (2013), "Editors Dealing with the Challenges of Macro Financial Linkages in Emerging Markets", *World Bank Study*. Washington, DC: World Bank, 280 p.
4. Mundell, R. A. (1963), "Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates", *Canadian Journal of Economics and Political Science/Revue canadienne de economiques et science politique*, vol. 29, pp. 475—485.
5. Fleming, J. M. (1962), "Domestic financial policies under fixed and under floating exchange rates", *Staff Papers*, vol. 9, pp. 369—380.
6. Obstfeld, M. Shambaugh, J. and Taylor, A. (2005), "The trilemma in history: tradeoffs among exchange rates, monetary policies, and capital mobility", *Review of Economics and Statistics*, 87, pp. 423—438.
7. International Monetary Fund. (2013), Key aspects of macroprudential policy, available at: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/061013b.pdf> (Accessed 28 February 2020).
8. IMF (2017), "Increasing Resilience to Large and Volatile Capital Flows — The Role of Macroprudential Policies", available at: <https://www.imf.org/~media/Files/Publications/PP/2017/pp060217-increasing-resilience-to-large-and-volatile-capital-flows.ashx> (Accessed 28 February 2020).
9. Aizenman, J. and Ito, H. (2011), "The "Impossible Trinity", the international monetary framework, and Pacific Rim", *The Oxford Handbook of the Economics of the Pacific Rim*. available at: web.pdx.edu/~ito/handbook_aizenman_ito.pdf (Accessed 28 February 2020).
10. Farhi, E. and Werning, I. (2014), "Dilemma not trilemma? Capital controls and exchange rates with volatile capital flows", *IMF Economic Review*, vol. 62 (4), pp. 569—605.
11. Bekaert, G. and Mehli, A. (2019), "On the global financial market integration "swoosh" and the trilemma", *Journal of International Money and Finance*, vol. 94, pp. 227—245.
12. Johnston, R. Darbar, S. and Echeverria, C. (1999), "Sequencing capital account liberalization: lessons from Chile, Indonesia, Korea, and Thailand", *Sequencing Financial Sector Reforms: Country Experiences and Issues*, Washington, DC: International Monetary Fund, pp. 245—283.
13. Unsal, D. F. (2011), "Capital flows and financial stability: monetary policy and macroprudential responses", available at: <https://www.ijcb.org/journal/ijcb13q1a10.pdf> (Accessed 28 February 2020).
14. Broz, J. and Frieden, J. (2001), "The political economy of international monetary relations", *Annual Review of Political Science*, vol. 4 (1), pp. 317—343.
15. Global Financial Integrity. (2017). "Illicit financial flows to and from developing countries: 2005—2014", available at: www.gfintegrity.org/wp-content/uploads/2017/05/GFI-IFF-Report-2017_final.pdf (Accessed 28 February 2020).

Стаття надійшла до редакції 28.02.2020 р.