

doi: <https://doi.org/10.33763/finukr2021.01.007>

УДК 338.2:336.7

С. О. Кораблін

член-кореспондент НАН України, доктор економічних наук,
заступник директора ДУ "Інститут економіки та прогнозування НАН України",
Київ, Україна, skorablin@ukr.net
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-2979-3206>

МОНЕТАРНА БЕЗПЕКА: ОКРЕМІ ВИЗНАЧЕННЯ ТА ОЦІНКИ¹

Анотація. Протягом останніх 30 років монетарні теорія та практика зазнали кардинальних змін. Однак в Україні досі відчутний вплив концепцій початку 1990-х років. У статті висвітлено методологічні й практичні підходи до визначення монетарної безпеки, досвід їх упровадження в Україні. Розглянуто критерії успішної монетарної політики, застосовувані в рамках неоліберального дискурсу. Розкрито логіку та причини їх поступової трансформації впродовж цього періоду. Показано вплив глобальної кризи 2008–2009 рр. на провідні економіки світу в частині визначення цілей, завдань та інструментів їхньої монетарної політики. Проаналізовано окремі результати реалізації вітчизняної монетарної стратегії, зроблено акцент на проблематичності вибору її пріоритетної мети. Підкреслено неоднозначність методів і наслідків цільового зниження інфляції в Україні, обґрунтовано неможливість підтримання її низького та стабільного рівня за умов вільно плаваючого курсу гривні.

Ключові слова: монетарна безпека, неоліберальна доктрина, монетарна політика, центральний банк, глобальна криза, інфляція, валютний курс.

Рис. 13. Табл. 4. Літ. 96.

Serhii Korablin

Dr. Sc. (Economics), Corresponding Member of the National Academy of Sciences of Ukraine,
SO "Institute of the Economy and Forecasting of the NAS of Ukraine", Kyiv, Ukraine, skorablin@ukr.net
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-2979-3206>

MONETARY SECURITY: SOME DEFINITIONS AND ASSESSMENTS

Abstract. For almost 30 years of independence, Ukraine has experienced a number of deep economic, financial, banking, debt, currency and inflation crises. In some cases, they were extraordinary. As a result, the current real GDP of the country remains a third less than in 1990. One of the reasons for this was the unstable nature of economic recovery and currency price stabilization at the beginning of the zero years and in 2010-2013. After all, during the crises of 2008-2009 and 2014-2015, Ukraine set world anti-records due to falling its GDP up to 14.8% and 15.8%, respectively. This was accompanied by the deep devaluation crises and the recurrence of uncontrolled inflation. In principle, the systemic relationship between the fragility of production, exchange rate and price dynamics appeared in Ukraine in the 1990s when its real GDP fell by 59%. The scale of that crisis was twice the scale of the Great Depression in the United States, accompanied by devastating devaluation and inflationary shocks. The article is devoted to the study of methodological and practical approaches to the definition of monetary security. The experience of their implementation in Ukraine is considered. The criteria of successful monetary policy applied within the neoliberal discourse are analyzed. The logic and reasons for their gradual transformation over the last 30 years are shown. The decisive role of the global crisis of 2008-2009 in the theoretical and practical changes observed in

¹ Статтю підготовлено в рамках проекту, що виконується за грантової підтримки Національного фонду досліджень України (реєстраційний номер: 2020.01/0546).

© Кораблін С. О., 2021

the world's leading economies in terms of defining the goals, objectives and instruments of their monetary policy is reflected. An analysis of some outcomes of the implementation of domestic monetary strategy is given. The problematic nature of determining its priority goal is shown. The ambiguity of methods and consequences of targeted reduction of inflation in Ukraine is noted. The impossibility of maintaining its low and stable level under the conditions of free floating exchange rate of hryvnia is substantiated.

Keywords: monetary security, neoliberal doctrine, monetary policy, central bank, global crisis, inflation, exchange rate.

JEL classification: E52, E58, E60.

С. А. Кораблин

член-корреспондент НАН Украины, доктор экономических наук, заместитель директора ГУ "Институт экономики и прогнозирования НАН Украины", Киев, Украина

МОНЕТАРНАЯ БЕЗОПАСНОСТЬ: НЕКОТОРЫЕ ОПРЕДЕЛЕНИЯ И ОЦЕНКИ

Аннотация. На протяжении последних 30 лет монетарные теория и практика претерпели кардинальные изменения. Однако в Украине до сих пор ощутимо влияние концепций начала 1990-х годов. В статье освещены методологические и практические подходы к определению монетарной безопасности, опыт их внедрения в Украине. Рассмотрены критерии успешной монетарной политики, применяемые в рамках неоллиберального дискурса. Раскрыты логика и причины их постепенной трансформации в течение данного периода. Показано влияние глобального кризиса 2008–2009 гг. на ведущие экономики мира в части определения целей, задач и инструментов их монетарной политики. Проанализированы некоторые результаты реализации отечественной монетарной стратегии, сделан акцент на проблематичности выбора ее приоритетной цели. Подчеркнута неоднозначность методов и последствий целевого снижения инфляции в Украине, обоснована невозможность поддержания ее низкого и стабильного уровня в условиях свободно плавающего курса гривны.

Ключевые слова: монетарная безопасность, неоллиберальная доктрина, монетарная политика, центральный банк, глобальный кризис, инфляция, валютный курс.

Майже за 30 років незалежності Україна пережила низку глибоких (іноді надзвичайних) економічних, фінансових, банківських, боргових, валютних та інфляційних криз. Як наслідок, поточні обсяги реального ВВП країни залишаються на третину меншими, ніж у 1990 р.

Однією із причин зазначеного є нестійкий характер економічного відновлення та валютно-цінової стабілізації на початку 2000-х і у 2010–2013 рр. А вже під час криз 2008–2009 та 2014–2015 рр. Україна ставила світові "рекорди" через падіння її ВВП до 14,8 і 15,8 % відповідно, що супроводжувалося масштабними девальваційними потрясіннями й рецидивом некерованої інфляції. А економічна криза 2020 р., спровокована глобальним карантинном на тлі пандемії COVID-19, виокремила іншу грань проблеми – неспроможність держави надати підтримку вітчизняному виробництву через ризик повторення девальваційно-інфляційних загострень.

У принципі, системний взаємозв'язок крихкості виробництва, курсу національної валюти та цінової динаміки проявився в нашій країні ще в 1990-х роках, коли її реальний ВВП впав на 59 %. Тоді країна опинилася на третьому

місці у світі серед 19 економік, чії обсяги впродовж 1990–1999 рр. не лише не зросли, а навіть скоротилися [1, с. 25]. За масштабами ця криза вдвічі перевершила Велику депресію у США та супроводжувалася нищівними девальваційними й інфляційними потрясіннями. Так, у 1993 р. стрибок середньорічних споживчих цін в Україні перевищив 48 разів, а глибина знецінення купонно-карбованця відносно долара США наступного 1994 р. становила 7,2 раза, за одночасного спаду промислового виробництва майже на 24 %. Отже, вже в 1990-х ішлося про забезпечення не просто економічної, валютної, цінової та фінансової стабілізації, а національної безпеки. Адже кризи набули характеру тектонічних зсувів, що загрожували існуванню Української держави.

Варто наголосити, що упродовж останніх 30 років монетарні теорія і практика зазнали кардинальних змін, глибина яких у провідних країнах світу після глобальної кризи 2008–2009 рр. мало чим поступається колишнім неоліберальним трансформаціям. Проте в Україні досі панують концепції початку 1990-х років. Не дивно, що й погляди на безпечну (успішну) монетарну політику в обох випадках стали із часом істотно відрізнятися. Останніми роками в роботах Б. М. Данилишина [2; 3], Т. І. Єфименко [4; 5], С. С. Гасанова [6; 7], М. О. Кизима, Ю. Б. Іванова, І. О. Губаревої [8], О. М. Шарова [9; 10] та ін. викладено достатньо широкий спектр підходів до напрямів досліджень актуальних проблем сучасної монетарної політики, забезпечення фіскальної та монетарної безпеки національної економіки, оцінювання рівня економічної безпеки й монетарного суверенітету країни.

Метою статті є аналіз окремих концептуальних визначень і оцінок монетарної безпеки, в т. ч. поглядів на ключові цілі монетарної політики та їх зміну у світі й Україні під впливом останніх економічних криз.

Монетарна складова економічної безпеки України: концептуальні підходи та визначення

Однією з перших відповідей на окреслені проблеми стала Концепція економічної безпеки України 1999 р. (далі – Концепція), підготовлена колективом авторів на чолі з В. М. Гейцем. Економічну безпеку в ній було визначено як “спроможність національної економіки забезпечити свій вільний, незалежний розвиток і утримати стабільність громадянського суспільства та його інститутів, а також достатній оборонний потенціал країни за всіляких несприятливих умов і варіантів розвитку подій”, а також “здатність Української держави до захисту національних економічних інтересів від зовнішніх та внутрішніх загроз” [11, с. 5]. У цьому контексті головним пріоритетом такої безпеки було вирішено вважати “усвідомлення найвищих національно-державних інтересів, спільності особистих, колективних устремлінь з добробутом і процвітанням України” [11, с. 6].

Згідно з Концепцією, економічна безпека містить 14 окремих складових (об’єктів), серед котрих фінансова, макроекономічна, грошово-кредитна, виробнича, інноваційна, технологічна, інфраструктурна, зовнішньоекономічна безпека. Зокрема, безпека грошово-кредитної системи оцінювалася за рів-

нем інфляції, ставкою рефінансування Національного банку України (НБУ), процентними ставками за кредитами й депозитами, відношенням обсягу наданих кредитів до ВВП, вартістю обслуговування державного боргу за ОВДП, часткою неповернених кредитів [11, с. 53]. До 22 показників інфляційної безпеки, котра розглядалась як елемент фінансової безпеки, включались і суто цінові індикатори (інфляція), й такі, що відображали стан державних фінансів (бюджетний дефіцит, державний борг), рівень зовнішнього боргу та його окремих складових, міжнародних резервів, валютних надходжень і доларизації [11, с. 35–37]. За розрахунками, виконаними на базі Концепції, інтегральний показник економічної безпеки України протягом 1991–1998 рр. знизився на 32 % [11, с. 55–56].

Безперечною перевагою Концепції був її системний характер, визначення комплексу на той час ключових економічних загроз та необхідності підпорядкування цілей і завдань економічної безпеки національним інтересам.

Певного розвитку методологічні підходи Концепції набули у 2013 р., із розробленням Мінекономіки Методичних рекомендацій щодо розрахунку рівня економічної безпеки України (*далі* – Методичні рекомендації), згідно з котрими економічна безпека – це “стан національної економіки, який дає змогу зберігати стійкість до внутрішніх та зовнішніх загроз, забезпечувати високу конкурентоспроможність у світовому економічному середовищі і характеризує здатність національної економіки до сталого та збалансованого зростання” [12].

У структурі складових такої безпеки в Методичних рекомендаціях виокремлено виробничу, демографічну, енергетичну, зовнішньоекономічну, інвестиційно-інноваційну, макроекономічну, продовольчу, соціальну й фінансову безпеку. Остання розглядається крізь призму п’яти власних компонент (складових): банківської безпеки, безпеки небанківського фінансового сектору, а також боргової, бюджетної, валютної та грошово-кредитної безпеки. При цьому валютна безпека – “стан курсоутворення, який характеризується високою довірою суспільства до національної грошової одиниці, її стійкістю, створює оптимальні умови для поступального розвитку вітчизняної економіки, залучення в країну іноземних інвестицій, інтеграції України до світової економічної системи, а також максимально захищає від потрясінь на міжнародних валютних ринках”, а грошово-кредитна – “стан грошово-кредитної системи, що забезпечує всіх суб’єктів національної економіки якісними та доступними кредитними ресурсами в обсягах та на умовах, сприятливих для досягнення економічного зростання національної економіки” [12].

Розрахунки, проведені відповідно до Методичних рекомендацій, дали можливість оцінити рівень грошово-кредитної безпеки України й на якісному [13–16], й на кількісному рівнях. В останньому випадку С. М. Дячек і О. О. Панасюк зробили це для її окремих складових [13, с. 231], а О. О. Гудзовата додатково розрахувала інтегральний показник такої безпеки [16]. За її оцінками, рівень цього показника впродовж 2000–2016 рр. знизився з 0,69 до 0,498, виявившись удвічі меншим за максимально можливу величину (1,0), що свідчить про небезпечний стан грошово-кредитної сфери національної економіки.

Такий висновок мало узгоджується з вимогою ст. 99 Конституції України щодо забезпечення стабільності національної грошової одиниці [17] та її деталізацією в Законі України “Про Національний банк України” [18]. І хоча ці правові норми формально не стосуються питань економічної безпеки, по суті, вони окреслюють основні законодавчі вимоги до неї.

Неоліберальний дискурс і визначення ефективної економічної політики

Отже, й у Методичних рекомендаціях, і в Концепції економічна безпека розглядається як стан, підпорядкований національним інтересам. Зазначене явно контрастує з домінуючими положеннями неоліберальної доктрини, ключові постулати котрої формально розмивають поняття національного інтересу, роблячи наголос на безумовній ефективності ринкової саморегуляції та глобальної лібералізації. За такого підходу дискурс економічно безпечних політик виявляється представленим дослідженнями їх стабільності (*stability*), стійкості (*sustainability*) або несуперечливості (*consistency*) [19–21].

Втім, зазначений підхід не враховує такі сумні аспекти *realpolitik*, як, наприклад, економічні або «гарячі» війни та загрози їх розв'язання. Про що, зокрема, свідчать 10 принципів успішної економічної політики, сформульовані в 1989–1990 рр. Дж. Вільямсоном [22; 23]. Їх проголошення явило собою стислий неоліберальний концепт вдалої (безпечної, стійкої, несуперечливої) економічної політики в розрізі практично всіх її основних складових, включаючи монетарну. Остання передбачала цільову підтримку низької інфляції, контроль над нею шляхом застосування ринкових процентних ставок, уніфікацію валютного курсу з одночасним проведенням валютної лібералізації й вивільненням транскордонного руху капіталу.

У Європі неоліберальні постулати, запропоновані для постсоціалістичних країн, більше відомі як “шокова терапія” у зв'язку з акцентом на швидкості здійснення ринкових реформ [24; 25]. Прибічники цього підходу відстоювали необхідність такої політики навіть через десятки років після виявлення всіх спричинених нею проблем. Зокрема, якщо у Польщі Г. Колодко спостерігав “шок без терапії” ще в 1989–1993 рр. з огляду на “брутальне порушення основних правил прагматизму та раціональності” [26], а Г. Х. Попов зауважував у 1998 р., що “сильні інститути важливіші за швидкість реформ” [27], О. Гаврилишин наполягав на пріоритеті саме їх швидкості навіть у 2016 р. [28].

Розгорнутий аналіз проблем і небезпек, виявлених у 1990-і роки під час практичного впровадження неоліберальних реформ (політик), наведено в численних працях, зокрема Н. Бердселл, Дж. Марангоса, Р. Менезес, М. Наїма, Д. Родрика, Дж. Стігліца, А. де ла Торре [29–36]. У них, серед іншого, відзначалося виникнення “макроекономічної ортодоксії” через надмірний акцент на бюджетних дефіцитах і рівні інфляції; зайвий оптимізм щодо ефективності вільного руху капіталу; відсутність цілей щодо темпів економічного зростання; прогалини в захисті й підтримці найбільш соціально вразливих верств населення та ін.

Таблиця 1. Вашингтонський консенсус: складові успішної (стійкої, несуперечливої) економічної політики

Початкова версія	Поліпшена версія
1. Бюджетна дисципліна	11. Корпоративне управління
2. Пріоритети державних видатків	12. Антикорупційна політика
3. Податкова реформа	13. Гнучкі ринки праці
4. Фінансова лібералізація	14. Угоди СОТ
5. Уніфікований обмінний курс	15. Фінансові кодекси та стандарти
6. Лібералізація торгівлі	16. Обережне відкриття рахунку капіталу
7. Відкритість для прямих іноземних інвестицій	17. Непроміжний режим валютного курсу
8. Приватизація	18. Незалежність центрального банку / таргетування інфляції
9. Дерегуляція	19. Система соціального захисту
10. Захист прав власності	20. Цільове скорочення бідності

Джерело: Rodrik D. Goodbye Washington Consensus, Hello Washington Confusion? A Review of the World Bank's Economic Growth in the 1990s: Learning from a Decade of Reform. *Journal of Economic Literature*. 2006 Vol. XLIV. P. 978. URL: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.471.2094&rep=rep1&type=pdf>.

Часткове визнання окреслених проблем наприкінці 1990-х керівництвом МВФ (М. Камдессю) ознаменувало перехід до “реформ другого покоління” [37]. У практичному аспекті цьому великою мірою “сприяли” глибокі економічні, валютні й інфляційні потрясіння в ході впровадження неоліберальних реформ, а також ціла низка міжнародних фінансових криз: 1994 р. у Мексиці, 1997 р. у Таїланді, Кореї, Індонезії; 1998 р. у Росії, Україні, Бразилії; 1999 р. в Еквадорі; 2000 р. у Туреччині; 2001 р. в Аргентині [38, с. 10–12; 39].

Зазначене змусило додати до постулатів Дж. Вільямсона 10 нових правил успішної (ефективної) економічної політики. Зміст цього вдосконаленого варіанта Вашингтонського консенсусу формалізував Д. Родрик, хоча сам він не приховував власного скепсису щодо його концептуальних положень та активно їх критикував (табл. 1).

Наразі майже всі складові поліпшеної версії консенсусу враховуються у стабілізаційних програмах МВФ та інших офіційних донорів. Так, передбачені ними ознаки успішної (стійкої, несуперечливої) монетарної політики, як правило, передбачають наявність незалежного центрального банку; визначення його єдиною/головною метою цінової стабільності (таргетування інфляції); зняття контролю над транскордонним рухом капіталу; застосування гнучкого курсу національної валюти [40].

Стосовно двох останніх положень варто зауважити, що їх формулювання в табл. 1 є м'якшим, ніж на практиці, де доступ країн-реципієнтів до фінансової підтримки офіційних і міжнародних кредиторів (МВФ, Світового банку, ЄС, ЄБРР та ін.) зазвичай пов'язується з вимогою впровадження гнучкого курсоутворення й валютної лібералізації [40].

Вказана вимога теоретично зводиться до “трилеми неможливості” (*impossible trinity*) Р. Манделла [41]. Гіпотеза, ніби за умов вільного руху капіталу та фіксації валютного курсу центральний банк не може вільно регулю-

Таблиця 2. Структура валютних режимів протягом 2011–2019 рр., % загальної кількості країн – членів МВФ

Валютні режими	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019*
Жорстка прив'язка	13,2	13,2	13,1	13,1	12,6	13,0	12,5	12,5	12,5
без власної валюти	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	7,3	6,8	6,8	6,8
валютна рада	6,3	6,3	6,3	6,3	5,8	5,7	5,7	5,7	5,7
М'яка прив'язка	43,2	39,5	42,9	43,5	47,1	39,6	42,2	46,4	46,4
звичайна прив'язка	22,6	22,6	23,6	23,0	23,0	22,9	22,4	22,4	21,9
режим стабілізації	12,1	8,4	9,9	11,0	11,5	9,4	12,5	14,1	13,0
“повзуча” прив'язка	1,6	1,6	1,0	1,0	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
прив'язка, подібна до “повзучої”	6,3	6,3	7,9	7,9	10,5	5,2	5,2	7,8	9,4
прив'язка з горизонтальним коридором	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Плаваючий	34,7	34,7	34,0	34,0	35,1	37,0	35,9	34,4	34,4
плаваючий	18,9	18,4	18,3	18,8	19,4	20,8	19,8	18,2	18,2
вільно плаваючий	15,8	16,3	15,7	15,2	15,7	16,1	16,1	16,1	16,1
Інші режими	8,9	12,6	9,9	9,4	5,2	10,4	9,4	6,8	6,8

* Станом на 30 квітня.

Джерело: Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restriction 2019 / International Monetary Fund. August 10, 2020. P. 9. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/Annual-Report-on-Exchange-Arrangements-and-Exchange-Restrictions/Issues/2020/08/10/Annual-Report-on-Exchange-Arrangements-and-Exchange-Restrictions-2019-47102>.

вати пропозицію грошей, має певний сенс. Однак висновок про те, що єдина опція для збереження такої можливості – застосування гнучкого валютного курсу, не є очевидним. Адже ключова умова цієї гіпотези щодо вільного руху капіталу є лише припущенням. За його ж відсутності необхідність жорсткого вибору між двома інструментами монетарної політики (валютним курсом і процентною ставкою) зникає. В принципі, така критика “трилеми” добре відома. Вона наводилася, зокрема, М. Обстфельдом, Дж. Шамбахом і А. Тейлором [42], Г. Бекаертом та А. Мелем [43], а також Є. О. Бубликом [44, с. 220–222], котрий звернув окрему увагу на аргументи з цього приводу Е. Фарі й І. Вернінга [45] для малої відкритої економіки.

Ще один аргумент на користь необхідності застосування гнучких валютних курсів апелює до найкращих світових практик і активного переходу до такого валютного режиму багатьох країн світу [46, с. 80]. Проте це твердження, вочевидь, також є перебільшенням. Адже впродовж 2011–2019 рр. частка країн – членів МВФ, які дотримувалися гнучкого курсоутворення, фактично не змінилася (34,4 %) [47]. Більше того, вона залишалася значно меншою за сумарну вагу країн, що свідомо впливали на курси своїх валют (58,9 %, табл. 2).

Окремі показники монетарної безпеки

Визначення кількісних індикаторів монетарної безпеки, безперечно, не є тривіальним питанням. На практиці воно безпосередньо пов'язане з визначенням цілей і завдань монетарної політики, одним із основних показників якої традиційно виступає інфляція.

Інфляція. У провідних країнах світу інфляційні наслідки 1970-х років було остаточно подолано лише наприкінці 1980-х, коли динаміка споживчих цін знизилася до передкризового рівня попереднього десятиліття. Відтоді ключові монетарні орієнтири європейських країн було прив'язано переважно до інфляційних цілей. Так, відповідно до ст. 127 (1) Договору про Європейський Союз (1992 р.), пріоритетною метою євросистеми та її єдиної монетарної політики є цінова стабільність [48]. У 1998 р. Європейський центральний банк (ЄЦБ) навів кількісне визначення цього терміна: “річне зростання гармонізованого індексу споживчих цін у зоні євро менше ніж 2 %”. Вже у 2003 р. ЄЦБ зробив уточнення, що “досягнення цінової стабільності спрямоване на дотримання інфляції нижчої, але близької до 2 % на середньострокових проміжках часу” [49].

З точки зору і єдиного монетарного орієнтира (інфляція), і його цільового рівня (майже 2 %), такий підхід наочно тяжів до популярної тоді неоліберальної доктрини, оскільки імпліцитно передбачав ефективність ринкового саморегулювання, найкращою монетарною підтримкою котрого вважалася грошова пропозиція, зорієнтована на цінову стабільність (мінімальний приріст загального рівня цін).

Хоч як це дивно, законодавство США в цьому сенсі було й залишається набагато гнучкішим і декларує три цільових орієнтири для своєї Федеральної резервної системи (ФРС), а саме: максимальну зайнятість, стабільні ціни та помірні довгострокові процентні ставки [50]. Стосовно кількісного визначення цінових орієнтирів слід зауважити: в січні 2012 р. через загрозу економічного спаду ФРС встановила, що на довгострокових проміжках часу 2-відсоткова інфляція (за річною зміною цінового індексу особистих споживчих витрат) найповніше відповідає статутному мандату ФРС [51].

Вибір саме такої цілі щодо інфляції можна до певної міри пояснити висновками Комісії Боскіна, котра, аналізуючи дані за 1995–1996 рр., дійшла висновку, що через недосконалість обчислення споживчої інфляції її фактичний рівень у США був на 1,1 в. п. нижчим від розрахункового [52, с. 1]. Згодом Б. Бернанке та Ф. Мишкін зазначали, що в 1990-і роки розбіжність між цими рівнями в країні коливалася від 0,5 до 2 в. п. на рік [53, с. 110]. Підвищення точності розрахунків, за оцінками Р. Гордона, дало можливість зменшити цей розрив до інтервалу від 0,65 до 1,1 в. п. [54, с. 40]. У результаті інфляція, статистично обчислена у 1 %, реально могла дорівнювати нулю або навіть бути від'ємною.

У 1990-і роки, на відміну від Європи і США, де було актуальним питання визначення *максимально* допустимих рівнів інфляції, в Японії спостерігалася наднизька динаміка ВВП і цін, унаслідок чого *підвищення* інфляції розглядалось як суттєвий фактор економічного зростання. Формальне закріплення кількісної цілі щодо *збільшення* інфляції до 2 % заради “досягнення сталого економічного зростання” відбулося в цій країні в січні 2013 р. у рамках реалізації курсу “абеноміки” [55].

Водночас дослідження порогових значень інфляції в менш економічно розвинутих країнах у 1990-х базувалися не так на припущеннях про доско-

налість ринку, як на врахуванні його реальних “провалів”, подолання котрих вимагає своєрідного мастила у вигляді додаткової пропозиції грошей і, відповідно, інфляції. Застосовуючи вказаний підхід, М. Сарел оцінив оптимальну інфляцію на рівні 8 % на рік [56], а Е. Гош та С. Філіпс – 2,5–6 % [57].

М. Хан і А. Сенаджи надали окремі оціночні діапазони для індустріальних економік й тих, що розвиваються, диференціювавши їх для різних довірчих інтервалів. За їхніми оцінками для економік першої групи інтервали оптимальної інфляції становили 1–3 та 1–4 %, другої – 7–11 і 1–20 % [58].

Е. Грошен та М. Швейцер визначили оптимальний рівень інфляції для американської економіки у 3–4 % на рік, а найвищий пороговий рівень зростання цін, за яким починається падіння ВВП США, 6–7 % [59].

Згідно з розрахунками П. Кристоферсена й П. Дойла, оптимальна інфляція для перехідних економік може сягати 13 % [60].

М. Бруно та В. Естерлі оцінили верхній пороговий рівень інфляції, за котрим спостерігається скорочення виробництва, у 40 % [61].

Проаналізувавши дані за 2000–2004 рр., ми дійшли висновку, що через ринкові дефекти оптимальний рівень споживчої інфляції в Україні може перебувати в зоні 10 %. Пізніше ця оцінка була нами скоригована до 8 % [62].

У 2008 р. О. І. Петрик визначив оптимальний рівень споживчої інфляції в Україні на рівні 4,2 % [46, с. 255].

За оцінками А. Г. Алтуняна, пороговий рівень інфляції становить 10–15 % [63, с. 20]. Аналогічну цифру наводить і Т. І. Єфименко [5, с. 22].

Однак після початку глобальної кризи 2008–2009 рр. світова економіка опинилася в абсолютно нових умовах. З огляду на причини глобального спаду, тоді вже мало хто наважувався відстоювати колишні неоліберальні постулати про досконалість ринкового саморегулювання. Крім того, *провідні країни постали перед загрозою не надмірної інфляції, а дефляції, що дуже нагадувало становище японської економіки*. За таких обставин тодішній директор Департаменту досліджень МВФ О. Бланшар припустив, що цільовий орієнтир інфляції у 2 % може бути замалим для забезпечення сталих темпів зростання провідних економік, відзначивши можливість його збільшення до 4 % [64, с. 3–5].

Згодом це припущення було певною мірою підтверджене ФРС США, а також Банком Англії та Банком Японії, які вдалися до *неформального кількісного підвищення своїх цільових орієнтирів з інфляції, про що сьогодні майже не згадується*. Так, наприкінці 2012 р. ФРС повідомила, що в рамках політики кількісного пом'якшення утримуватиме незмінним цільовий діапазон процентної ставки за міжбанківськими кредитами овернайт (0–0,25 %), поки не будуть досягнуті цільові орієнтири зі зниження рівня безробіття, а *одно-дворічний прогноз рівня інфляції не перевищить 2,5 %* [65].

За рік, у зв'язку з поліпшенням економічної ситуації, ФРС повідомила про початок зменшення обсягів викупу цінних паперів у рамках політики кількісного пом'якшення, проте знову підкреслила, що цільовий діапазон процентних ставок залишатиметься незмінним, поки не буде досягнуто ці-

льового рівня безробіття, а *прогноз інфляції на один-два роки не перевищить 2,5 %* [66].

У серпні 2013 р. Банк Англії запозичив цей досвід, започаткувавши політику “перспективного керівництва” (*forward guidance*), котра передбачала прив’язку його ключової ставки до цільового рівня безробіття та підвищеного показника інфляції. При цьому повідомлялося, що ставка Банку Англії залишатиметься незмінною (0,5 %), *допоки очікувана впродовж наступних 18–24 місяців інфляція не стане більшою за 2,5 %* [67]. Оскільки офіційний цільовий рівень інфляції на той час становив 2 %, його де-факто було збільшено, як і у США, на 0,5 в. п., тобто на чверть.

У ході подолання наслідків світової кризи 2008–2009 рр. Банк Японії також підвищував цільовий рівень інфляції, проте без встановлення його кількісних параметрів. Так, у вересні 2016 р. ним була започаткована Програма кількісного та якісного монетарного пом’якшення з контролем над кривою дохідності (*Quantitative and Qualitative Monetary Easing with Yield Curve Control*), у межах котрої центробанк зобов’язався збільшувати монетарну базу, *поки фактична інфляція не перевищить свого цільового рівня у 2 % та не зберігатиметься “стабільно більшою за нього”* [68].

Така практика є нетиповою. Адаже зазвичай вважається, що до підвищення інфляційної цілі можуть вдаватися лише країни з менш сталими державними інститутами, як це, наприклад, було в Туреччині у 2009 р. чи Аргентині у 2017 р. [69; 70].

Безробіття. Як вже наголошувалося, законодавство США визначає максимальну зайнятість першою із трьох цілей ФРС, а цінова стабільність є другою. Проте конкретна їх конфігурація обирається ФРС з огляду на те, які саме ризики вона вважає найнебезпечнішими в кожному окремому випадку. Так, під час “перегріву” економіки на першому місці природно опиняється обмеження інфляції. Коли ж найбільшу загрозу становить спад виробництва або рецесія з одночасним зниженням зайнятості, акцент монетарної політики переноситься на боротьбу з цими проблемами. Показовим щодо останнього випадку стало запровадження у 2012 р. уже згаданого “перспективного керівництва”, відповідно до котрого ФРС зобов’язалася не підвищувати свою ключову ставку, що перебувала на історично мінімальному рівні (0–0,25 %), *поки безробіття становитиме понад 6,5 %, а одно-дворічний прогноз показника інфляції не сягне більш ніж 2,5 %* [65]. За рік ФРС підтвердила це своє зобов’язання в частині й інфляції, й визначення граничного допустимого рівня безробіття (6,5 %) [66].

Банк Англії скористався цим досвідом, щоб запевнити населення та бізнес у незмінності своїх намірів щодо стимулювання національної економіки у 2013 р., коли також прив’язав перегляд своєї ключової ставки до інфляції й безробіття, *визначивши критичний рівень першої у 2,5 %, а другого – 7 %* [67].

Між тим фактичне безробіття у Великобританії впало нижче за критичний рівень уже в I кв. 2014 р. (6,8 %) та потім повільно дійшло до 4,3 % у

2017 р. А інфляція на той час коливалася в діапазоні 2,1–2,9 %. Попри це, Банк Англії утримував свою ключову ставку на мінімальному рівні 0,5 % понад вісім років. І все це заради підтримки економічного зростання, яке відновилося ще у 2010 р. [1, с. 148–149].

Процентні ставки. У звичайних умовах контроль над інфляцією передбачає застосування центральним банком процентних ставок, номінально вищих за її рівень. При цьому вони повинні запобігати виникненню цінових небезпек. Водночас вказані ставки не можуть бути занадто високими, аби не загрожувати кредитній активності та відповідному зростанню національної економіки. Нарешті, їх вплив на неї має виходити за межі ситуативних обставин, орієнтуючись на довгострокові цілі розвитку.

Формалізація й, тим паче, квантифікація наведених вимог не є очевидними. Тому не дивно, що їх *кількісне* визначення зазвичай або відсутнє в законодавчих вимогах до монетарної політики центрального банку, або встановлюється останнім, виходячи з реальних обставин і можливостей.

Так, законодавство США окреслює серед трьох основних цілей ФРС наявність у економіці “помірних довгострокових процентних ставок”. Це визначення, з одного боку, є конкретним, адже визнає в ролі цілі й індикатора дієвості ФРС саме “довгострокові процентні ставки”, а з другого – нечітким, бо не містить кількісних критеріїв їх “помірності”. Однак, оскільки законом перед ФРС поставлена триєдина ціль “максимальна зайнятість – стабільні ціни – помірні ставки”, їх одночасна наявність і слугує індикатором успішності ФРС та її монетарної політики.

Певне концептуальне узагальнення подібної практики наведено в так званому правилі Тейлора, котре пов’язує рівень процентної ставки центрального банку з відхиленнями інфляції й темпів економічного зростання від їхніх цільових значень [71].

У рамках неоліберальної доктрини вказаний підхід є скоріше винятком, ніж правилом, адже залишає “забагато вільного простору” для управлінських рішень державним інститутам, зокрема центральному банку, оскільки в межах гіпотези про ефективність ринкового саморегулювання останньому має вистачати цільового орієнтира лише з інфляції. Тимчасом як процентним ставкам відводиться роль інструменту контролю над нею. До початку світової кризи 2008–2009 рр. такий погляд дійшов до крайнощів: згідно з ним центробанк повинен був дотримуватися політики “однієї цілі (інфляція) та одного інструменту (процентної ставки)” [64].

Зазначений підхід зародився ще в 1990-х та був пов’язаний не тільки з 10 принципами Дж. Вільямсона. Так, у межах визначення Маастрихтським договором параметрів фінансової й монетарної безпеки Європейського Союзу було встановлено, що граничний рівень інфляції будь-якої країни – члена ЄС не має перевищувати більш ніж на 1,5 в. п. середню інфляцію в трьох країнах-членах із її найнижчим рівнем, а довгострокові процентні ставки – відповідно, можуть бути вищими максимум на 2 в. п. за середню ставку в трьох країнах-членах із її найнижчим рівнем [72].

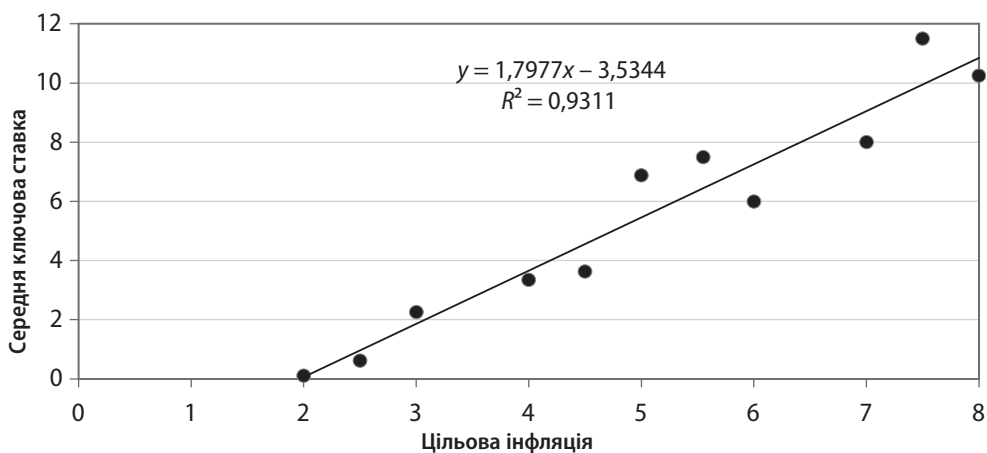


Рис. 1. Середні ключові процентні ставки 63 центральних банків із однаковим рівнем цільової інфляції у 2020 р., %

Побудовано на основі розрахунків за даними Central Bank News (URL: <http://www.centralbanknews.info>).

Потреба у спеціальному контролі саме інфляції пов'язана з тим, що її низький рівень вважається передумовою економічного зростання. Крім того, ціни зазвичай є менш інерційними, ніж виробництво. Тому ключові ставки центральних банків (ЦБ) на практиці прямо корелюють із рівнем інфляції, про що, зокрема, свідчить рис. 1, який демонструє вплив цільової інфляції на кількісний вибір ключової ставки 63 центральними банками у 2020 р. Ключові ставки наведено за їхніми середніми значеннями по групах країн, котрі мали однакові інфляційні цілі. Так, ціль щодо інфляції у 5 % минулого року ставили 13 ЦБ, у т. ч. НБУ. При цьому середнє значення ключових ставок, застосованих вказаними банками, дорівнювало 6,9 % [73]. На рис. 1 воно представлено однією точкою з координатами (5 %; 6,9 %).

Відповідно до наведеної на рис. 1 залежності, за цільової інфляції до 4,5 % середні ключові ставки були меншими від її значення, а понад 4,5 % – зазвичай більшими.

Отже, за певних обставин центробанки можуть застосовувати від'ємні (в реальному обчисленні) процентні ставки. Зокрема, під час світової кризи 2008–2009 рр. і тривалого подолання її наслідків провідні ЦБ встановлювали їх на рівні, нижчому від фактичної інфляції. Характерно, що така практика існувала у США й Великобританії роками.

Упровадження ЦБ вказаних країн політики “перспективного керівництва” стало в цьому плані справжньою інституційною новацією, яка зобов'язувала утримувати незмінними ключові процентні ставки, доки одно-дворічні прогностичні рівні інфляції не перевищать 2,5 %. Враховуючи, що самі ставки тоді перебували на історично мінімальних рівнях, наближених до нуля, мова фактично йшла про публічну обіцянку підтримувати від'ємні (в реальному вимірі) процентні ставки.

Не менш показовим виявився досвід встановлення ЦБ номінально від'ємних ставок за залишками коштів на кореспондентських рахунках комерційних банків відповідних країн. Уперше таку новацію було застосовано в Данії у 2012 р. [74]. Цей досвід запозичив ЄЦБ, запровадивши в червні 2014 р. від'ємну ставку за поточними рахунками банківських установ у їхніх національних банках на рівні $-0,1$ % річних. Після цього ЄЦБ зменшував її ще чотири рази з кроком у $0,1$ в. п., до $-0,5$ % у вересні 2019 р. [75]. Цей приклад наслідував Банк Японії: в січні 2016 р. він повідомив про впровадження Програми кількісного та якісного монетарного пом'якшення з від'ємною процентною ставкою, яка передбачала застосування штрафної ставки ($-0,1$ %) на зайві обсяги коштів, котрі утримувалися банками за межами реальної економіки [76].

Фінансова глибина. Цей показник відображає насиченість економіки певними фінансовими інструментами. Для аналізу грошової та кредитної пропозицій, а також банківської активності зазвичай використовуються такі показники, як рівень монетизації (відношення “широких” грошей до ВВП), відношення кредитного портфеля банків та банківських активів до ВВП.

За оцінками А. Г. Алтуняна, пороговий рівень монетизації становить 40 – 50 % ВВП, а банківських активів – 100 % ВВП [63, с. 20]; на думку Т. І. Єфименко – 40 – 50 і 95 – 110 % ВВП відповідно [5, с. 22–23].

Якщо в 1990-х роках загроза незадовільної грошової та кредитної насиченості в пострадянських економіках постала через комбінацію надмірної інфляції, падіння виробництва і “втечі” населення й бізнесу від знецінення національних грошей, то в провідних економіках вона з'явилася під час світової кризи 2008–2009 рр. унаслідок спалаху масової взаємної недовіри учасників ринку. Саме на її негайне нівелювання були спрямовані нетрадиційні заходи монетарної й фінансової політики, котрі передбачали таку велику пропозицію грошей ЦБ, що сприяла б активізації кредитування та виробництва. Кінцеві обсяги грошової пропозиції при цьому завчасно не встановлювалися – їх кількісні параметри визначалися відповідно до фактичної динаміки зайнятості й економічної активності. В результаті ФРС збільшила свій баланс протягом 2008–2014 рр. у понад 5 разів, з $0,87$ трлн до $4,49$ трлн дол. США, а монетарну базу – в 4,5 раза [1, с. 133]. Водночас відношення балансу Банку Англії до ВВП сягнуло пікового за останніх 300 років рівня – майже 25 % [1, с. 147].

У свою чергу, згідно із заявою Банку Японії, зробленою у вересні 2016 р., у межах Програми кількісного та якісного монетарного пом'якшення з контролем над кривою дохідності *монетарна база мала перевищити 100 % ВВП* (на той час вона вже становила 80 % ВВП, тобто вчетверо більше, ніж у США і країнах єврозони) [68].

Кількісні ефекти від цих заходів було оцінено Банком Англії. За його розрахунками, 1 в. п. пікового зростання балансу центрального банку (у відсотках ВВП) спричиняв у Японії підвищення реального ВВП на $0,13$ в. п., інфляції – на $0,093$ в. п.; у Великобританії – на $0,24$ ($0,34$), у США – на $0,63$ ($0,63$) в. п. [77, с. 22].

Досвід, набутий під час подолання кризи 2008–2009 рр. та її наслідків, було використано у 2020 р., коли провідні ЦБ світу відновили активну підтримку власних національних економік для протидії їх спаду через уведення карантину у зв'язку з пандемією COVID-19. Повернення до політики кількісного пом'якшення привело до збільшення у 2020 р. балансу Банку Японії в 1,2 раза, ЄЦБ – у 1,5, ФРС – у 1,8 раза, з 4,7 трлн до 7,4 трлн дол. США [78].

Валютний курс. Попри поширення гнучких валютних режимів, більш застосовуваним у світі залишається кероване курсоутворення (див. табл. 2). За цих умов не втрачає актуальності питання безпечного діапазону курсових коливань валют, що перебувають у режимі прив'язки – жорсткої, м'якої або керованої. Адже їх надмірна девальвація несе очевидні інфляційні ризики, а ревальвація може загрожувати конкурентоспроможності національного виробництва (так звана голландська хвороба) [79]).

До початку кризи 2008–2009 рр. і наступних “валютних воєн” найпоширеніша рекомендація з цього приводу зводилася до застосування гнучкого (плаваючого) курсоутворення, котре мало б усувати будь-які проблеми, пов'язані з курсовими коливаннями. Хоч би яким спрощеним видавався сьогодні такий підхід, саме він домінував у теоретичних поглядах та практичних порадах міжнародних фінансових організацій протягом майже всіх 2000-х років [64, с. 13].

Водночас збалансованіші дослідження не уникали структурних обмежень економік із ринками, що формуються, а отже, й притаманних їм природних курсових небезпек. У цьому плані набуло певного поширення кількісне визначення “валютного краху”, запропоноване Дж. Френкелем і А. Роузом, згідно з котрим ознакою такого краху є 25-відсоткова девальвація національної валюти [80, с. 352].

Тоді ж, у 1990-і роки, було запропоновано дещо інший, більш практичний підхід до виміру безпечних курсових коливань. Так, у межах Європейського механізму валютних курсів (ERM-II) було встановлено, що допустимий діапазон курсових коливань національної валюти, яка перебуває у дворічному перехідному періоді перед її заміною на євро, не повинен виходити за межі $\pm 15\%$ узгодженого курсу її прив'язки до євро. Оскільки це правило діяло одночасно з Маастрихтськими критеріями фінансової й монетарної стабільності, воно де-факто слугувало також визначенням безпечного коридору курсових коливань валют, котрі перебували в режимі курсової прив'язки.

Враховуючи ці вимоги, у 2020 р. в режимі ERM-II перебували болгарський лев і хорватська куна. Водночас датська крона знаходиться в ERM-II з моменту його впровадження в 1999 р., однак до неї застосовується вузький коридор допустимих коливань ($\pm 2,25\%$), визначений у початковій версії Європейського механізму валютних курсів (ERM) [81].

Міжнародні резерви. Цільове обмеження курсових коливань вимагає накопичення достатнього обсягу міжнародних резервів. Одним із найпо-

пулярніших критеріїв їх достатності є відношення обсягу резервів до імпорту товарів і послуг: покриття його тримісячного обсягу вважається мінімально допустимим рівнем валютної безпеки. Логіка такої оцінки цілком зрозуміла: вона відображає здатність економіки функціонувати за рахунок міжнародних резервів за повного валютного “локдауну”.

Інші не менш поширені та зрозумілі критерії співвідносять обсяг резервів до грошової маси й зовнішніх боргових зобов'язань. У першому випадку йдеться про здатність самостійно задовольняти валютний попит, безпечною ознакою чого вважається утримання відношення міжнародних резервів до грошової маси в діапазоні 5–20 % [82, с. 23]. У другому – оцінюється здатність резервів слугувати джерелом платежів за борговими зобов'язаннями. Так, за критерієм Грінспена – Гвідотті, котрий набув популярності після Азійської кризи 1997–1998 рр., міжнародні резерви мають дорівнювати щонайменше 100 % короткострокового зовнішнього боргу [83]. Згодом цей критерій було доповнено вимогою цілковитого покриття резервами не лише короткострокового боргу, а й дефіциту поточного рахунку платіжного балансу [84, с. 15–16].

Наступний помітний крок у визначенні безпечного рівня міжнародних резервів було зроблено за наслідками світової кризи 2008–2009 рр. Причому, якщо до неї вважалося, що гнучкі валютні режими усувають самі підвалини валютно-курсних небезпек, то після такого погляд просто зник з міжнародного порядку денного. Зокрема, у 2011 р. МВФ став оцінювати адекватність міжнародних резервів (*Assessing Reserve Adequacy – ARA*) з використанням формули, яка становила суму добутоків чотирьох змінних (короткостроковий зовнішній борг, інші зовнішні боргові зобов'язання, “широкі” гроші, експортні надходження), кожна з котрих помножена на власний ваговий коефіцієнт, величина якого диференціювалась окремо для фіксованих і гнучких валютних режимів (табл. 3). Якщо відношення фактичних резервів до розрахункової величини становило 100–150 %, то їх обсяг рекомендувалося вважати адекватним [85, с. 25–27].

Згодом вагові коефіцієнти при змінній “інші зовнішні боргові зобов'язання” було збільшено на 5 в. п. для кожного валютного режиму, а при змінній “грошова маса” – диференційовано: в разі застосування валютного

Таблиця 3. Змінні та їх вагові коефіцієнти для оцінки адекватності міжнародних резервів (ARA) у 2011 р., %

Валютний режим	Змінні, ваговий коефіцієнт			
	Короткостроковий зовнішній борг	Інші зовнішні боргові зобов'язання	Грошова маса (M2)	Експортні надходження
Фіксований	30	15	10	10
Гнучкий	30	10	5	5

Джерело: *Assessing Reserve Adequacy / Prepared by Monetary and Capital Markets, Research, and Strategy, Policy, and Review Departments, International Monetary Fund. February 14, 2011. P 25. URL: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/021411b.pdf>.*

Таблиця 4. Змінні та їх вагові коефіцієнти для оцінки адекватності міжнародних резервів (ARA) у 2014 р., %

Валютний режим	Змінні, ваговий коефіцієнт			
	Короткостроковий зовнішній борг	Інші зовнішні боргові зобов'язання	Грошова маса (M2)	Експортні надходження
Фіксований	30	20	10 (5)*	10
Гнучкий	30	15	5 (2,5)*	5

* У разі відсутності валютного контролю над рухом капіталу.

Складено за Assessing Reserve Adequacy – Specific Proposals / Prepared by IMF staff. Completed on December 19, 2014. April 2015. 52 p. URL: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2014/121914.pdf>.

контролю над рухом капіталу вони залишалися такими само, а за його відсутності – знижувалися вдвічі [84, с. 19, 21] (табл. 4).

Крім того, в межах удосконалення своїх підходів до оцінки адекватності міжнародних резервів МВФ упродовж 2013–2016 рр. повідомив про додаткову потребу в резервному буфері для повністю доларизованих країн, держав, котрі не мають вільного доступу до міжнародних ринків капіталу та сировинних економік [82, с. 16]. Також МВФ визнав важливу стабілізаційну роль міжнародних резервів не тільки для країн із ринками, що формуються, а й для провідних економік [86, с. 6–8], підкресливши специфіку їх “буферної важливості”.

Поява нових підходів і критеріїв до визначення безпечного (адекватного) рівня міжнародних резервів є очевидним відображенням радикальних змін, що відбулися після кризи 2008–2009 рр. в окресленні рис та властивостей безпечної (успішної, стійкої, несуперечливої) монетарної політики.

Так, включення в розрахунок адекватного обсягу резервів країн із гнучкими валютними режимами де-факто ознаменувало визнання провалів ринкового саморегулювання, адже до вказаної кризи домінувало уявлення, що його наявність автоматично забезпечує стале зростання будь-якої економіки. Крім того, кількісне порівняння вагових коефіцієнтів у процесі розрахунку адекватних резервів для умов гнучких і фіксованих валютних режимів (див. табл. 4) свідчить про визнання не тільки обмежених можливостей вільного ринку, а й істотної віддаленості його від досконалості.

Рекомендації щодо необхідності формування міжнародних резервів навіть за умов вільного транскордонного руху капіталу та гнучкого курсоутворення дезавуюють недавні ідеї забезпечення монетарної безпеки шляхом упровадження політики “одна ціль (інфляція) – один інструмент (процентна ставка)”, бо її практичні можливості явно не відповідають викликам недосконалого ринку й у країнах, що розвиваються, й у провідних економіках світу. Враховуючи ж окремий наголос на потребі в нагромадженні додаткового “буфера безпеки” для сировинних економік із високим рівнем доларизації та ускладненим доступом до міжнародних ринків капіталу, цей висновок виглядає більш ніж актуальним для української економіки.

Попри поширення оцінки АRA, частка країн – членів МВФ, котрі використовували критерії достатності міжнародних резервів у вигляді тримісячного покриття майбутнього імпорту, Грінспена – Гвідотті та відношення до грошової маси, підвищилася протягом 2010–2013 рр. із 40–50 % до близько 60 % [86, с. 27].

Монетарна політика України в умовах нової доктрини

Фінансова глобалізація висуває до національних економік цілий комплекс вимог, яким вони мають відповідати, щоб успішно конкурувати й відповідним чином використовувати всі переваги поглиблення міжнародної співпраці. До кризи 2008–2009 рр., а потім і 2020 р., котра була спровокована карантинними обмеженнями на тлі пандемії COVID-19, ключовим аспектом монетарної безпеки виступала здатність держави підтримувати стійкий, низький рівень інфляції за відсутності серйозних девальваційних ризиків.

Однак дві останніх глобальних кризи характеризувалися, серед іншого, раптовим загостренням потреби в монетарній підтримці національного виробництва. А вже за його різкого падіння інфляційні загрози зникли й перед державою постало зовсім інше питання – надання комплексної допомоги бізнесу, виробництву та населенню шляхом застосування всіх наявних у неї інструментів, у т. ч. монетарних. Але Україна виявилася не готовою до протидії саме таким викликам, не в останню чергу тому, що основним і єдиним напрямом її монетарної політики після 2014 р. вважається мінімізація інфляційних ризиків.

Інфляція. Після гіперінфляції на початку 1990-х Україна пережила ще три кризи, які супроводжувалися некерованими сплесками інфляції, чії середньорічні рівні на споживчому ринку сягали 28,2 % (2000 р.), 25,2 (2008 р.) та 48,7 % (2015 р.). Такі регулярність і щільність інфляційних проблем слугували однією з головних причин зміни монетарної доктрини НБУ, що передбачала відмову від фіксованого валютного режиму на користь запровадження суцільного й виключного контролю над рівнем і динамікою споживчої інфляції за вільно плаваючого курсу гривні [87, с. 3–5].

Цільовий показник інфляції було визначено в розрахунку місяць до відповідного місяця попереднього року в розмірі 5 ± 1 %. З огляду на інерційність економічних процесів, досягнення окресленої цілі передбачалося поетапно [87, с. 2]:

- грудень 2016 р. – $12 \% \pm 3$ в. п.;
- грудень 2017 р. – $8 \% \pm 2$ в. п.;
- грудень 2018 р. – $6 \% \pm 2$ в. п.;
- грудень 2019 р. і надалі – $5 \% \pm 1$ в. п.

Кінцеве завдання було вчасно виконано у 2019 р., коли споживча інфляція в розрахунку грудень до грудня попереднього року становила 4,1 % (рис. 2).

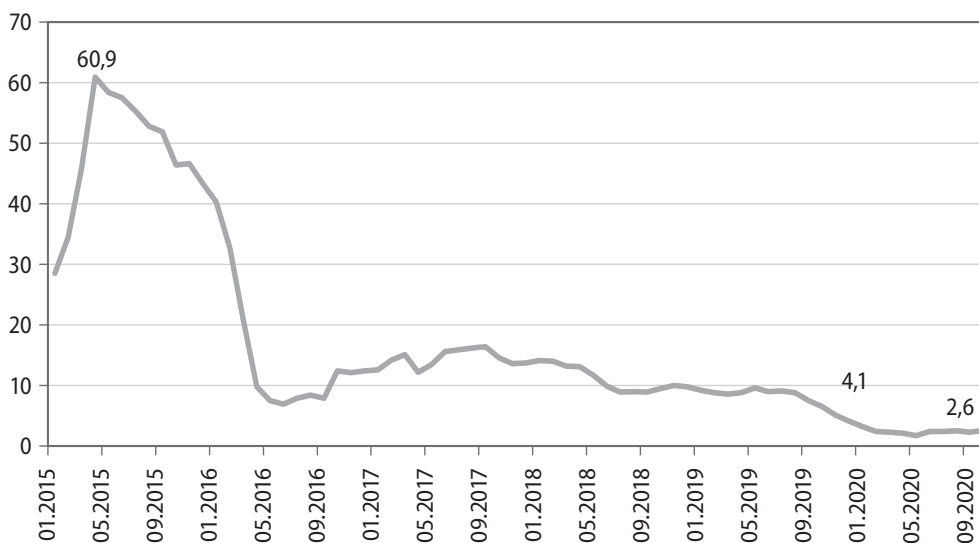


Рис. 2. Динаміка споживчої інфляції в Україні в розрахунку місяць до відповідного місяця попереднього року (в щомісячному розрізі) протягом 2015–2020 рр., %

Побудовано за даними Державної служби статистики України (URL: <http://www.ukrstat.gov.ua>).

Цільовий рівень інфляції (5 ± 1 %) розглядається НБУ як оптимальний, тобто такий, що найкраще сприяє зростанню національної економіки та може в майбутньому тільки знижуватися [88, с. 4]. При цьому, однак, допускаються короткострокові періоди відхилень фактичної інфляції від її цільового рівня [88, с. 7]. Утім, Нацбанк не встановлює допустимих меж кількісного відхилення фактичної інфляції від цільового показника 5 ± 1 %, тож теоретично вона може перевищувати або бути нижчою за свій цільовий рівень не лише на кілька відсоткових пунктів, а й у декілька разів.

Згідно з висновком НБУ, що утримання інфляції на цільовому рівні сприятиме досягненню економічного піднесення 4 % на рік [89, с. 9], оптимальним значенням у координатах “споживча інфляція – темпи зростання ВВП” центробанк визнає точку “5–4 %” (із допустимим діапазоном коливань інфляції ± 1 в. п.). При цьому механізм впливу уповільнення інфляції на економічне зростання має класичну інтерпретацію, згідно з якою її зменшення сприяє зниженню кредитних ставок, що неминуче веде до активізації інвестиційної й економічної діяльності [87, с. 4; 88, с. 4].

Однак динаміка пари “інфляція – приріст ВВП” упродовж останніх шести років (2015–2020 рр.) не засвідчує безперечної коректності таких припущень. Зокрема, обернено пропорційна залежність між динамікою цін і ВВП у цей період спостерігалася лише тоді, коли споживча інфляція перевищувала 10 % на рік (рис. 3). Коли ж вона проходила цю точку, характер її взаємозв'язку з темпами приросту ВВП змінювався на протилежний, а саме: чим меншою ставала інфляція, тим нижчою була динаміка ВВП. *Причому спостерігався*

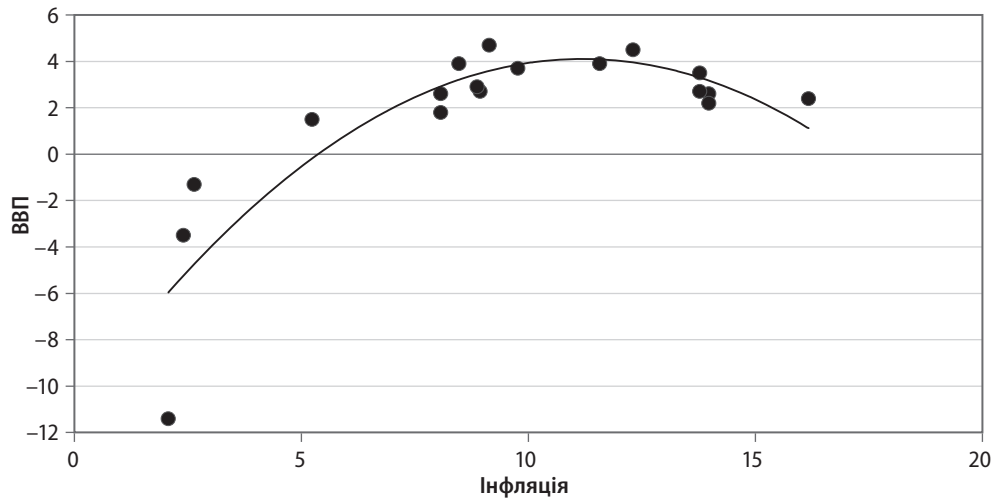


Рис. 3. Динаміка споживчої інфляції та щорічних темпів приросту ВВП в Україні (у кварталовому розрізі) протягом 2016–2020 рр., %

Побудовано на основі розрахунків за даними Державної служби статистики України (URL: <http://www.ukrstat.gov.ua>).

ледь не лінійний тренд, за котрого зменшення інфляції на 1 в. п. асоціювалося не з прискоренням, а з уповільненням приросту ВВП на 1,3 в. п.

Цей факт має неабияке значення, оскільки зменшення інфляції відбувалося не раптово, а відповідно до щорічних основних цілей і завдань НБУ. Причому кожне їх виконання інтерпретувалось як успіх, а невиконання – невдача, навіть коли спостерігалася вища динаміка ВВП.

Іншим важливим фактом є те, що 5-відсотковий рівень інфляції наразі асоціюється не так із максимальними, як із мінімальними темпами зростання ВВП, аж до їх відсутності. Про це принаймні свідчить умовно теоретична залежність між вказаними двома змінними, згідно з котрою за інфляції, меншої від 5 %, найімовірнішим є падіння ВВП (див. рис. 3), що, по суті, й відбулось у 2020 р. – тоді його річні темпи в I–III кв. становили відповідно –1,3, –11,4 та –3,5 % [90].

Визнання за таких умов інфляційної цілі на рівні 5 ± 1 % виглядає якщо не спірним, то таким, котре вимагає окремого, спеціального обґрунтування. Тим паче, що очікувані 4 % економічного зростання наразі асоціюються не так із інфляцією у 5 %, як із удвічі більшою динамікою цін, а саме з їх приростом на 10 % (див. рис. 3). Крім того, ціль у 4 % щорічного приросту ВВП навряд чи може вважатися прийнятною для України, оскільки економіки з ринками, що формуються, зростають із темпами, близькими до 5 % [91]. Принаймні, саме таку динаміку вони демонстрували впродовж останніх чотирьох років, напередодні початку пандемії COVID-19 і глобального економічного локдауну – 2020.

У цьому контексті варто також врахувати, що взаємозв'язок інфляції й економічного зростання не є одностороннім. Так, спад виробництва у 2020 р.

був спричинений насамперед карантинними обмеженнями. Зупинка ж частини підприємств та відповідне зниження загального попиту на їхню продукцію не могли не уповільнити цінової динаміки. За описаних обставин зменшення й ВВП, й інфляції стало наслідком дії чинників за межами цих двох змінних. Проте з точки зору монетарної доктрини НБУ зазначене не є суттєвим. Тому виникає наочна колізія: можливість падіння національної економіки за умов формального досягнення цільового рівня інфляції, що фактично й спостерігалось у 2020 р.

Процентні ставки. Ключовим фактором ситуації, що склалася, крім коректності визначення інфляційної цілі як такої та її ролі у структурі грошово-кредитної політики, виступає набір використаних монетарних механізмів та інструментів. У зв'язку з цим варто зауважити: згідно з чинною монетарною стратегією, її основним інструментом є облікова ставка НБУ [88, с. 3]. Подібний погляд відповідає визначенню успішної (безпечної) монетарної політики, котре панувало у світі ще до кризи 2008–2009 рр. Тимчасом як вихід із неї, посткризове відновлення, а також монетарні інструменти, застосовані вже у 2020 р. для протидії кризі, спровокованій COVID-19, вказують на давню відмову від такого вузького трактування інструментальних можливостей центрального банку.

Згідно з цим підходом, НБУ змінював свою облікову ставку впродовж 2015–2020 рр. відповідно до фактичної й очікуваної динаміки інфляції. Так, її максимальна величина 30 % (2015 р.) поступово була зменшена до мінімальної – 6 % (2020 р.) у міру того, як рівень фактичної інфляції знизився за майже 60 % до 2,4 % (рис. 4).

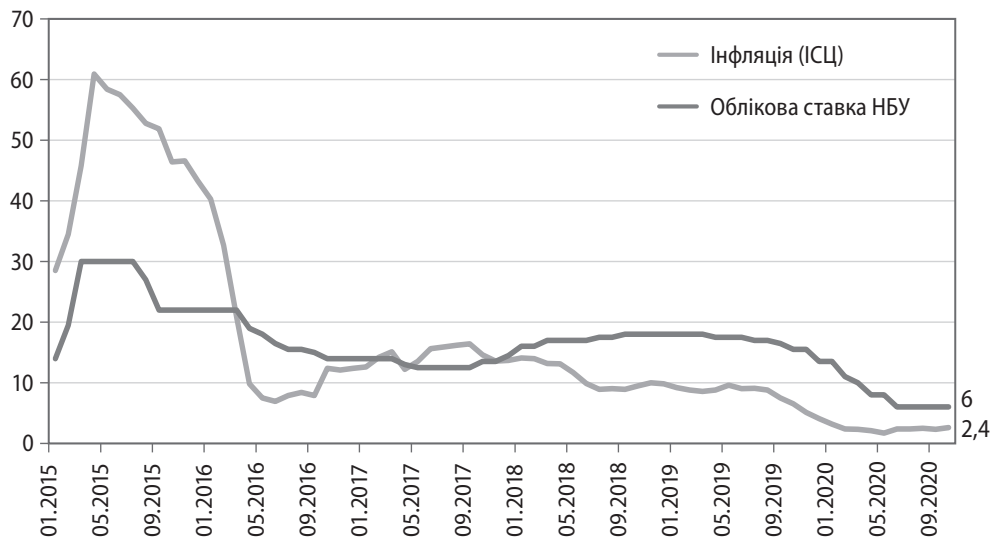


Рис. 4. Динаміка споживчої інфляції та облікової ставки Національного банку України (в місячному розрізі) протягом 2015–2020 рр., %

Побудовано за даними Державної служби статистики України (URL: <http://www.ukrstat.gov.ua>); Національного банку України (URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic>).

Певним теоретичним поясненням подібної політики виступає кількісне визначення Нацбанком нейтральної процентної ставки, котра відображає для реалій України стабілізацію економічної динаміки на її потенційному рівні (4 %) за умов досягнення цільової інфляції (5 %). За оцінками фахівців НБУ, наразі нейтральна ставка для вітчизняної економіки дорівнює: в реальному вимірі – 2 %, в номінальному – 7 % [92]. За цими ж оцінками перевищення обліковою ставкою вказаного нейтрального рівня (7 %) пов'язане з необхідністю забезпечення сталої дезінфляції. Однак у 2020 р., коли цю ставку було зменшено до 6 %, її рівень став інтерпретуватись як нижчий від нейтрального й такий, що відображає м'яку монетарну політику.

З огляду на фактичну динаміку інфляції, її, безперечно, можна вважати такою, що відповідає монетарній цілі НБУ. Водночас *результати* зменшення інфляції поки що мало узгоджуються з очікуваними. Адже істотне падіння й цінової динаміки, й номінальних ринкових ставок (з майже 24 % у національній валюті в квітні 2015 р. до 8,4 % у грудні 2020 р. [93]) не привело до активізації банківського кредитування. Навпаки, починаючи з листопада 2018 р. сформувався тренд його абсолютного скорочення. При цьому із січня 2019 р. річні прирости такого кредитування як загального (рис. 5), так і в національній валюті (рис. 6) залишаються стійко від'ємними.

Більше того, починаючи з квітня 2016 р. динаміка банківських кредитів, наданих у гривні, взагалі синхронно уповільнюється зі зниженням інфляції (див. рис. 6). При цьому навіть спостерігається певний взаємозв'язок: зменшення інфляції на 1 в. п. асоціюється зі зниженням приросту кредитного

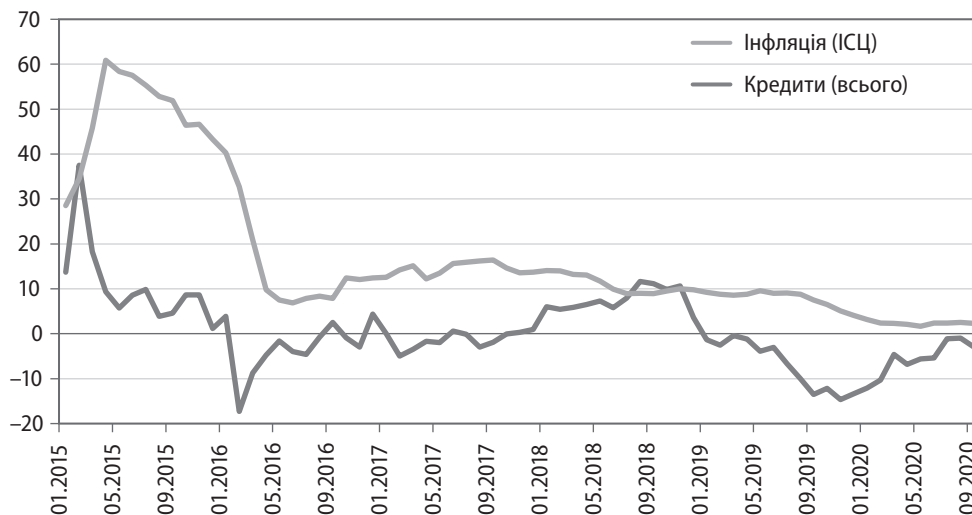


Рис. 5. Динаміка споживчої інфляції та річних темпів приросту кредитного портфеля банківської системи України (в місячному розрізі) протягом 2015–2020 рр., %

Побудовано за даними Державної служби статистики України (URL: <http://www.ukrstat.gov.ua>); Національного банку України (URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic>).

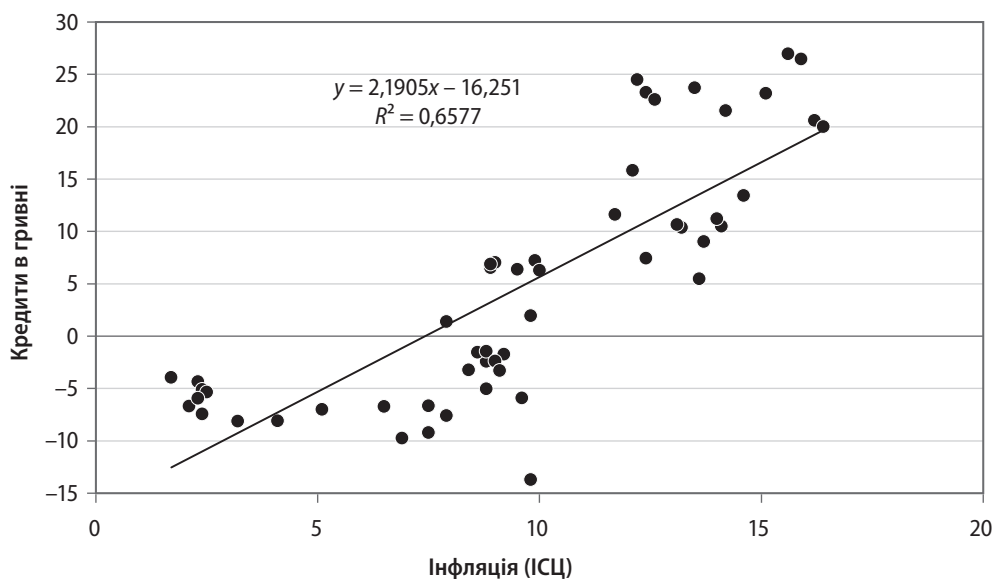


Рис. 6. Динаміка споживчої інфляції та річних темпів приросту кредитного портфеля банківської системи України в національній валюті (в місячному розрізі) протягом 2016–2020 рр., %

Побудовано на основі розрахунків за даними Державної служби статистики України (URL: <http://www.ukrstat.gov.ua>); Національного банку України (URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic>).

портфеля в гривні на 2,2 в. п., а за падіння інфляції нижче 10 % на рік обсяг гривневих кредитів узагалі абсолютно зменшується.

Наведені статистичні спостереження не так підтверджують ключові припущення монетарної стратегії НБУ, як дають підстави для її критичного переосмислення. Адже отримане зниження інфляції поки не вказує на його дієвість із точки зору нарощення ні банківського кредитування (див. рис. 6), ні виробництва (див. рис. 3). Внаслідок цього спроби їх монетарного регулювання шляхом застосування лише одного (основного) інструменту – процентної ставки – теж важко вважати вдалими.

Валютний курс. Жорсткий наголос НБУ на визначенні інфляції його єдиною (монетарною) ціллю можна певною мірою пояснити відвертими провалами курсової стабілізації гривні, яка під час криз 1999, 2009 і 2014 рр. девальвувала в середньорічному вимірі на 68,6, 47,9 та 83,8 % відповідно (рис. 7).

Проте застосування в Україні режиму вільного плавання також викликає кілька серйозних зауважень. Адже, як свідчить майже дзеркальне відображення курсових шоків у цінові (див. рис. 7), механічно позбутися валютних ризиків гривні неможливо. Це неважко пояснити значним рівнем доларизації національної економіки та її торговельної відкритості, на що, наприклад, вказують частка валютних кредитів у банківському портфелі (понад 40 %) і відношення експорту/імпорту до ВВП (близько 50 %) [90; 93]. Цим обумовлена висока чутливість економіки й до девальваційних, і до ре-

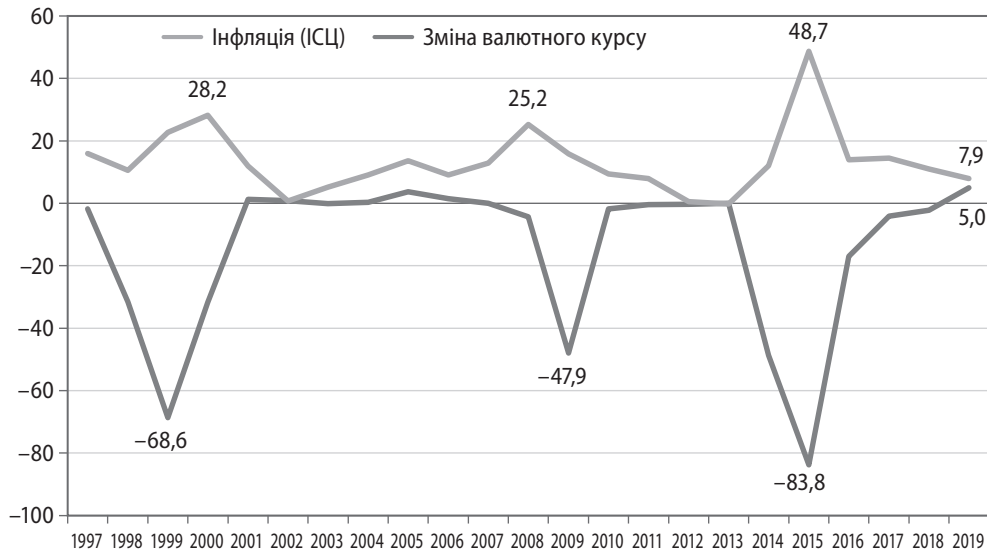


Рис. 7. Динаміка споживчої інфляції та річних темпів приросту валютного курсу гривні до долара США (в середньорічному вимірі), 1997–2019 рр., %

Побудовано на основі розрахунків за: World Development Indicators / World Bank. URL: <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators#>.

вальваційних коливань. Причому, якщо курсове посилення гривні сприяє дезінфляційній політиці центрального банку, то девальвація їй явно заважає, а в окремих випадках навіть здатна звести нанівець усі зусилля з досягнення цільового рівня інфляції. Вагомим фактором у цьому плані виступає її курсова еластичність.

Оцінити останню можна за допомогою рис. 8, де відображено помісячну зміну валютного курсу гривні та споживчих цін (у річному обчисленні) з листопада 2016 р. до лютого 2020 р. (коли параметри девальвації/ревальвації гривні не виходили за межі $\pm 15\%$) із урахуванням квартального лага між змінами цього курсу й інфляції. Характер їх взаємозв'язку дає змогу припустити, що курсова еластичність інфляції становила $-0,5$. У практичній площині це означає, що на досліджуваному інтервалі середньорічна девальвація гривні на 1 в. п. супроводжувалася зростанням споживчої інфляції на 0,5 в. п.

Отже, за наявності відповідних девальваційних очікувань цільовий рівень інфляції у 5 % можна досягти при девальвації гривні лише на 10 %. У разі ж знецінення національної валюти понад 12 % інфляція взагалі може вийти за встановлений діапазон $5 \pm 1\%$. Такий висновок свідчить, що діапазон допустимих девальваційних коливань гривні досить вузький, адже за його межами утримання інфляції в проголошеному НБУ цільовому коридорі виявляється під великим питанням.

Наведені оцінки граничних показників знецінення гривні є умовними, оскільки враховують вплив тільки одного чинника та прив'язані до певного

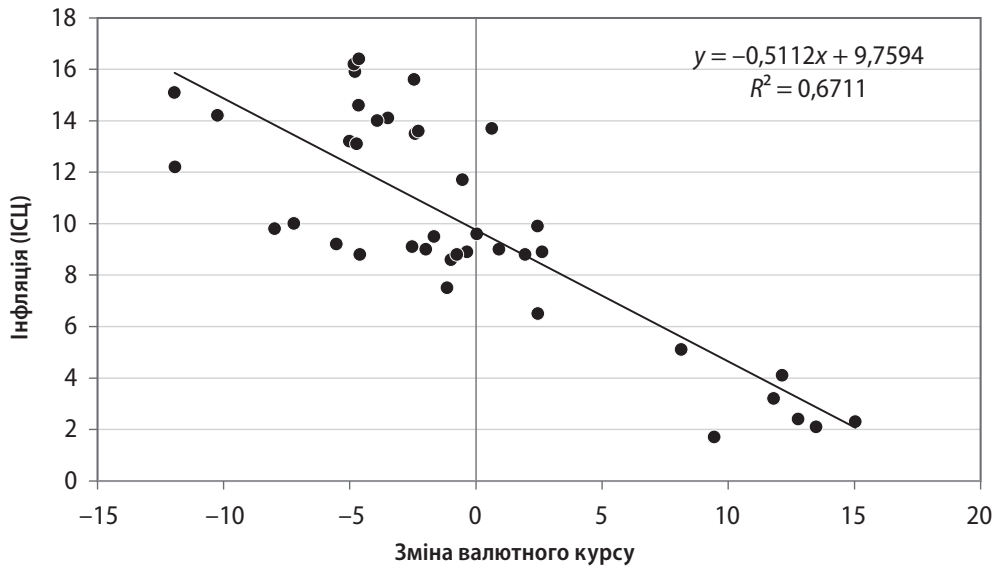


Рис. 8. Річні темпи приросту валютного курсу гривні до долара США та споживчих цін у листопаді 2016 р. – лютому 2020 р., %

Побудовано на основі розрахунків за даними Національного банку України (URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic>).

часового інтервалу. Водночас цей девальваційний поріг не суперечить загальним уявленням про критичні межі курсових коливань національних валют. Окрім того, він піддає сумніву саму тезу щодо не просто допустимості вільного курсоутворення гривні, а навіть його необхідності як одного з ключових факторів забезпечення успішної (безпечної) монетарної політики.

На практиці цей висновок підтверджує стійка залежність України від офіційного зовнішнього кредитування. Адже починаючи з 2016 р. країна змушена щороку вдаватися до нових зовнішніх запозичень на рівні як міжнародних фінансових організацій (насамперед МВФ), так і двосторонніх міждержавних відносин. При цьому їх лейтмотивом незмінно залишається загроза девальваційного й інфляційного рецидивів.

Міжнародні резерви. Зазначене зумовлює потребу в накопиченні й підтримці міжнародних резервів у обсязі, достатньому для нівелювання небезпечних курсових коливань гривні. Станом на кінець листопада 2020 р. він становив 26,1 млрд дол. США [93]. Разом із тим відносна оцінка їх обсягу за методикою АРА (МВФ) показує, що впродовж останніх 20 років міжнародні резерви України перебували на безпечному рівні лише у 2005 і 2007 рр., під час пікових сплесків зовнішньої кон'юнктури на її експортну сировину. Надалі ці резерви жодного разу навіть не наближалися до мінімально безпечної межі у 100 %, не кажучи вже про верхній поріг у 150 % (рис. 9). При цьому мінімально небезпечний їх рівень спостерігався у 2014 р. (23,5 %), а наприкінці 2019 р. він був 85,8 %, тобто майже на 14 % нижчим за мінімально потрібну величину [94].

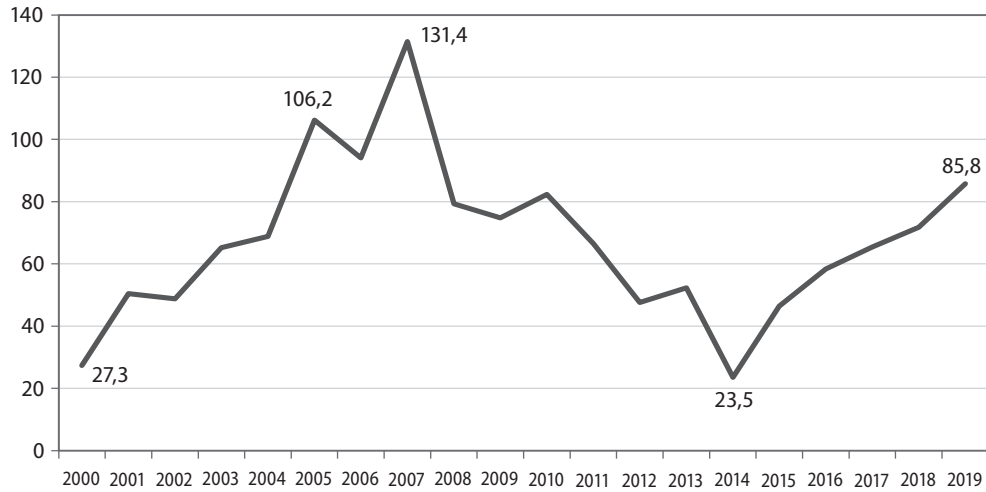


Рис. 9. Динаміка відносного рівня міжнародних резервів України, розрахованого МВФ за методикою АРА (діапазон безпечних значень 100–150 %), протягом 2000–2019 рр., %

Джерело: Ratio of reserve / ARA metric / International Monetary Fund. URL: https://www.imf.org/external/datamapper/Reserves_ARA@ARA/UKR.

Інтегральний характер рівня міжнародних резервів, обчисленого за методикою АРА, а також його переважно низькі значення породжують природне питання про причини цього. Певну відповідь на нього дає динаміка відношення міжнародних резервів України до величини її короткострокового зовнішнього боргу (рис. 10). Адже впродовж 2000–2019 рр. воно жодного

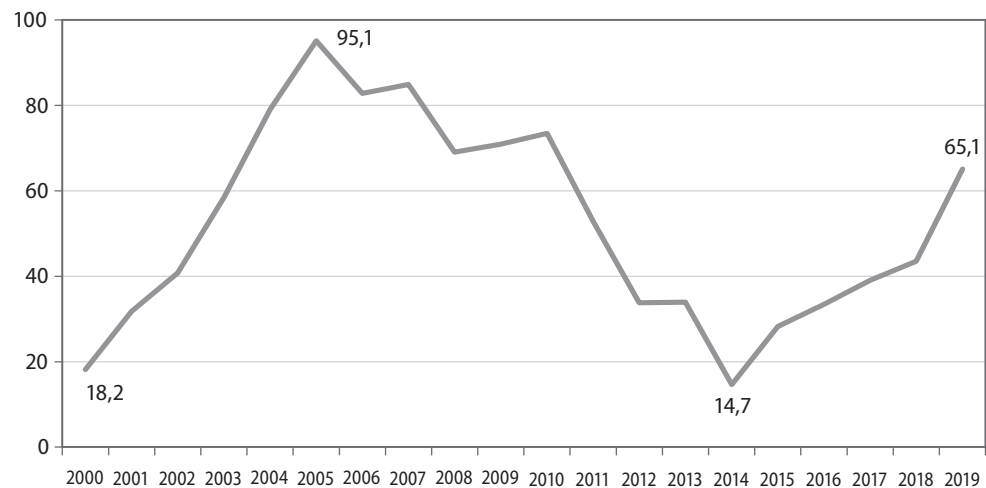


Рис. 10. Динаміка відношення міжнародних резервів України до її короткострокового боргу протягом 2000–2019 рр., %

Джерело: Ratio of reserve / ARA metric / International Monetary Fund. URL: https://www.imf.org/external/datamapper/Reserves_ARA@ARA/UKR.

разу не досягало 100 %, тобто вказані резерви щороку були меншими за обсяг короткострокового зовнішнього боргу, котрий вони мали би принаймні покривати. При цьому наприкінці 2019 р. обсяг резервів був майже на 35 % меншим за мінімально необхідний.

Фінансова глибина. Як бачимо, в монетарній сфері вітчизняної економіки спостерігаються певні суперечності. З одного боку, впродовж 2015–2020 рр. вдалося не тільки встановити контроль над інфляцією та знизити її до заздалегідь оголошеного цільового рівня, а й навіть “пробити” останній, зменшивши щорічний приріст споживчих цін приблизно до 2 %. При цьому також відбувається активна валютна лібералізація, що супроводжується зняттям контролю над виведенням за межі країни іноземної валюти. З другого боку, державі явно бракує міжнародних резервів для самостійного виконання зовнішніх боргових зобов'язань. Про це, зокрема, свідчать її щорічні звернення по допомогу до офіційних кредиторів. Останнє може бути також ознакою нестачі внутрішньої пропозиції іноземної валюти та/або небажання збільшувати попит на неї з огляду на підвищення девальваційних й інфляційних ризиків. Утримання таких ризиків на відверто низькому рівні вимагає жорсткого обмеження грошової пропозиції, що вкрай негативно позначається на фінансовій глибині, зменшення якої спричиняє мляву динаміку виробництва, аж до його абсолютного скорочення.

Наведені висновки певною мірою підтверджує динаміка відношення банківських активів до ВВП, котре за останніх п'ять років знизилося вдвічі – з 87,5 % ВВП у I кв. 2015 р. до 40 % у II кв. 2020 р. (рис. 11). Оскільки мінімально необхідним при цьому вважається рівень близько 100 %, зрозумі-

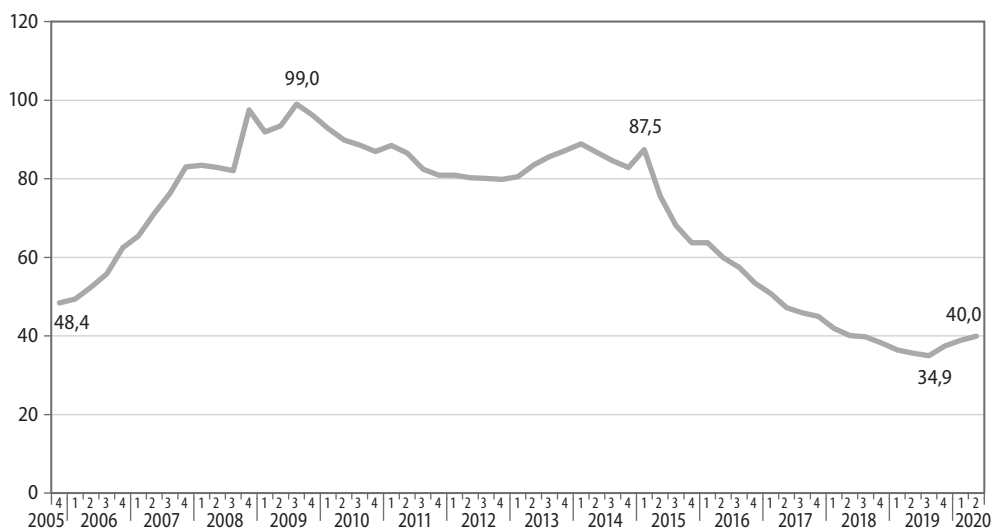


Рис. 11. Динаміка відношення банківських активів до ВВП (у кварталовому розрізі) протягом 2005–2020 рр., %

Побудовано на основі розрахунків за даними Національного банку України (URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic>).

міло, що поточна активність банківської системи не може вважатись ані безпечною, ані такою, котра ефективно стимулює зростання національної економіки.

Не менш показовим на цьому тлі є відношення банківських кредитів, наданих приватному сектору, до ВВП (рис. 12). Міжнародні порівняння засвідчують не просто кредитну деградацію національної економіки через падіння цього показника впродовж 2015–2019 рр. у 2,6 раза, з 59,8 до 22,8 % ВВП. Згідно з цими порівняннями, сьогодні кредитна насиченість України відповідає рівню найбільш вразливих економік світу, обтяжених надмірними зовнішніми боргами (*Heavily Indebted Poor Countries* – НІРС), за котрими вони не в змозі розрахуватися протягом майже 40 останніх років. Тому МВФ і Світовий банк були змушені запровадити спеціальну програму пільгової підтримки (НІРС Initiative), що стала єдиним шляхом надання зовнішньої допомоги згаданим економікам через відсутність у них звичайного доступу до міжнародних фінансових ринків [95; 96].

Цікаво, що ще у 2010 р. насиченість вітчизняного приватного сектору банківськими кредитами (62,6 % ВВП) не відрізнялася від аналогічного середнього показника по групі країн із середніми доходами (за класифікацією Світового банку). Проте вже у 2019 р. вона була меншою від цього показника в 4,6 раза, а саме 22,8 % ВВП проти 105 % ВВП по групі (див. рис. 12).

За таких умов рівень монетизації вітчизняної економіки (36,2 % ВВП) виявився у 2019 р. навіть нижчим, ніж у економіках групи НІРС (36,8 %), не кажучи вже про середнє значення в групі країн із середніми доходами

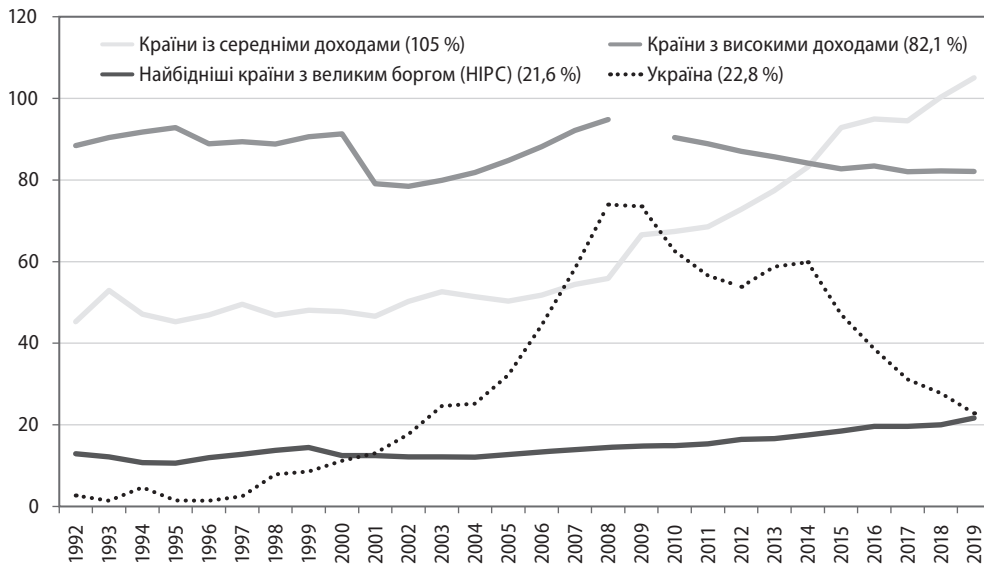


Рис. 12. Динаміка банківських кредитів, наданих приватному сектору, в 1992–2019 рр., % ВВП

Джерело: World Development Indicators / World Bank. URL: <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators#>.

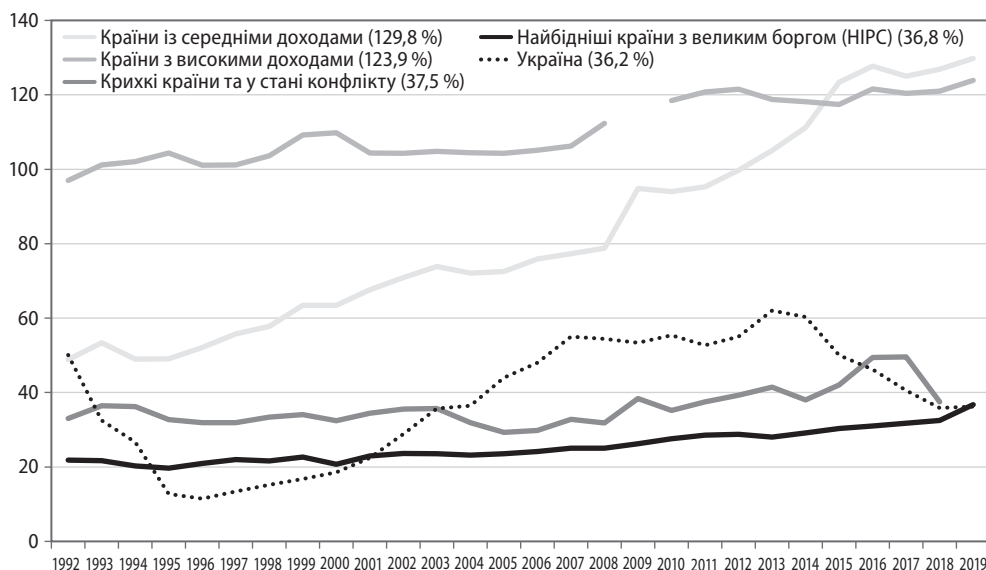


Рис. 13. Динаміка рівня монетизації (відношення “широких” грошей до ВВП) протягом 1992–2019 рр., % ВВП

Джерело: World Development Indicators / World Bank. URL: <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators#>.

(129,8 %) (рис. 13). Причому кількісне відставання за цим показником від останньої групи країн (у 3,6 раза) стало найгіршим із часів трансформаційної кризи 1990-х, коли воно сягало 4,6 раза (1996 р.).

На підставі викладеного доходимо таких висновків. Економічна безпека, включаючи її валютну й грошово-кредитну складові, розглядається в національному дискурсі крізь призму національних інтересів.

Такий підхід відрізняється від неоліберальної доктрини, згідно з котрою ринкове саморегулювання та глобальна лібералізація є запорукою ефективного (безпечного) світового середовища. Масове поширення такого погляду впродовж останніх 30 років зумовило дослідження питань не так економічної безпеки, як успішних (стійких, несуперечливих) політик (реформ), що забезпечують стабільність будь-якої економіки. При цьому рикардянський підхід до пояснення загальних і суцільних переваг цих політик абстрагувався від урахування особливих інтересів окремих держав, що призвело до певної примітивізації їхніх суверенних цілей та завдань із точки зору як національної економіки в цілому, так і її монетарної сфери зокрема.

Однак глобальна криза 2008–2009 рр., спровокована “провалами” ринку, скасувала такий порядок денний. Стабілізаційна політика була змушена відмовитися від низки неоліберальних постулатів на користь державного регулювання. Паралельно було впроваджено нетрадиційні заходи бюджетної й монетарної політики, котрі істотно розширили перелік монетарних цілей та інструментів їх досягнення.

Так, у ряді провідних центральних банків світу до (єдиної) інфляційної цілі було додано кількісну ціль щодо рівня безробіття. Крім того, було введено цільове нарощення фінансової/кредитної глибини національних економік шляхом запровадження політики кількісного пом'якшення. Ключові процентні ставки центробанків стали розглядатись у ролі не лише їх основного інструменту, а й цільового індикатора. Введення групою провідних ЦБ системи валютних свопів слугувало курсовій стабілізації їхніх національних валют.

Оскільки всі ці новації були спрямовані на якнайшвидше відновлення економіки, їх стійке зростання теж набуло цільових ознак монетарної політики. Хоча аж до самої кризи 2008–2009 рр. вважалося, що це можна забезпечити просто шляхом утримання низького рівня інфляції за гнучкого курсоутворення.

Новітній досвід нетрадиційної монетарної політики став у пригоді у 2020 р., під час протидії коронакризі, спровокованої локдауном через пандемію COVID-19. Причому повернення до механізму кількісного пом'якшення відіграло чи не визначальну роль у державній підтримці провідних економік світу.

Сучасні монетарні засади України майже не відрізняються від постулатів, поширених до глобальної кризи 2008–2009 рр.: як і тоді, головною метою її монетарної політики є один цільовий показник – інфляція, єдиним (основним) інструментом її досягнення вважається ключова ставка НБУ, а запорукою ефективного використання останньої – гнучкий курс гривні.

Про певні переваги такої стратегії в Україні свідчить планомірне зниження інфляції до її цільового рівня ($5 \pm 1\%$). Однак плата за це явно не узгоджується з очікуваними результатами. Адже монетизація національної економіки та її кредитна глибина замість очікуваного зростання зменшилися у 2–3 рази, до рівня найбільш розвинутих країн світу. Реальний ВВП не збільшується, а скорочується. Банківська система ухиляється від кредитування реального виробництва. Валютний курс гривні залежить від зовнішніх офіційних кредитів. Міжнародні резерви не досягають мінімально достатнього – за визначенням МВФ – рівня. Країна де-факто сім років поспіль переходить від однієї стабілізаційної програми МВФ до іншої, оскільки залишається неспроможною розрахуватися за раніше отримане фінансування.

З точки зору національних інтересів така ситуація явно небезпечна. Однак, якщо керуватися неоліберальною доктриною та єдиним монетарним індикатором – інфляцією, є майже досконалою.

Список використаних джерел

1. *Кораблін С. О.* Макроекономічна динаміка України: пастка сировинних ринків : монографія / НАН України, Ін-т економіки та прогнозування НАН України. Київ, 2017. 308 с.
2. *Данилишин Б. М.* Основні напрями монетарної політики України. *Фінанси України*. 2018. № 2. С. 9–25. URL: <https://doi.org/10.33763/finukr2018.02.009>.
3. *Данилишин Б. М.* Перспективи удосконалення монетарної політики України. *Фінанси України*. 2020. № 2. С. 7–24. URL: <https://doi.org/10.33763/finukr2020.02.007>.

4. Єфименко Т. І. Фіскальна та монетарна безпека національної економіки. Київ : ДНУ "Акад. фін. управління", 2016. 447 с.
5. Єфименко Т. І. Монетарні інструменти економічної безпеки держави. *Фінанси України*. 2018. № 1. С. 7–30. URL: <https://doi.org/10.33763/finukr2018.01.007>.
6. Гасанов С. С. Фіскальні правила і фіскальна відповідальність: контекст економічної безпеки. *Фінанси України*. 2018. № 3. С. 7-23. URL: <https://doi.org/10.33763/finukr2018.03.007>.
7. Гасанов С. С. Фіскальні ризики та фіскальне таргетування в системі управління державними фінансами за умов інституціональної невизначеності. *Наукові праці НДФІ*. 2017. № 2. С. 5–24. URL: <https://doi.org/10.33763/npndfi2017.02.005>.
8. Кизим М. О., Іванов Ю. Б., Губарева І. О. Оцінювання рівня економічної безпеки України та країн Європейського Союзу. *Фінанси України*. 2018. № 4. С. 7–18. URL: http://finukr.org.ua/docs/FU_18_04_007_uk.pdf.
9. Шаров О. М. Монетарний суверенітет в умовах глобалізації. *Фінанси України*. 2019. № 6. С. 93–117. URL: <https://doi.org/10.33763/finukr2019.06.093>.
10. Шаров О. М. Проблеми становлення монетарного суверенітету України. *Фінанси України*. 2020. № 11. С. 7–34. URL: <https://doi.org/10.33763/finukr2020.11.007>.
11. Концепція економічної безпеки України / Ін-т економіки та прогнозування ; кер. проекту В. М. Геєць. Київ : Логос, 1999. 56 с.
12. Методичні рекомендації щодо розрахунку рівня економічної безпеки України : затв. наказом Міністерства економічного розвитку і торгівлі України від 29.10.2013 № 1277. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/rada/show/v1277731-13/print>.
13. Дячек С. М., Панасюк О. О. Грошово-кредитна безпека України: сутність, загрози, оцінка. *Вісник ЖДТУ*. 2013. № 2 (64). С. 227–233.
14. Доценко І. О. Грошово-кредитна безпека як складова фінансової безпеки держави. *Вісник Черкаського університету. Сер.: Економічні науки*. 2015. № 12 (345). С. 9–12.
15. Королюк Т. О. Роль монетарної політики у забезпеченні національної безпеки України. *Економіка та держава*. 2019. № 6. С. 36–40. URL: <https://doi.org/10.32702/2306-6806.2019.6.36>.
16. Гудзовата О. О. Механізми реалізації грошово-кредитної політики в системі зміцнення фінансової безпеки України : дис. ... д-ра екон. наук : 21.04.01 / Нац. ін-т стратегічних досліджень. Київ, 2019. 217 с.
17. Конституція України від 28.06.1996 № 254к/96-ВР. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/254%D0%BA/96-%D0%B2%D1%80#Text>.
18. Про Національний банк України : закон України від 20.05.1999 № 679-XIV (зі змінами). URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/679-14#Text>.
19. Global Financial Stability Report: Bridge to Recovery / International Monetary Fund. 2020. October. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2020/10/13/global-financial-stability-report-october-2020>.
20. Policies to Enhance Sustainable Development : Meeting of the OECD Council at Ministerial Level, 2001 / OECD. Paris, 2001. 32 p. URL: <https://doi.org/10.3386/w1079>.
21. Barro R. J., Gordon D. B. Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy. *NBER Working Paper*. 1983. No. 1079. 33 p. URL: <https://www.sfu.ca/~kkasa/barro83.pdf>.
22. What Washington Means by Policy Reform, Chapter 2 in Latin American Adjustment: How Much Has Happened? / ed. by J. Williamson. Washington : Institute for International Economics, 1990. URL: <https://www.piie.com/commentary/speeches-papers/what-washington-means-policy-reform>.
23. Williamson J. A Short History of the Washington Consensus. *From the Washington Consensus towards a new Global Governance* : Paper commissioned by Fundación CIDOB for

a conference (Barcelona, September 24–25, 2004). Washington : Institute for International Economics, 2004. URL: <https://piie.com/publications/papers/williamson0904-2.pdf>.

24. *Sachs J.* Poland and Eastern Europe: What is to be done? 1990. URL: <https://static1.squarespace.com/static/5d59c0bdfff8290001f869d1/t/5f2c1ded204e7515126068a0/1596726767442/Poland+and+Eastern+Europe-What+is+to+be+Done%3F.pdf>.

25. *Passell P.* Dr. Jeffrey Sachs, Shock Therapist. *New York Times*. 1993. June 27. URL: <https://www.nytimes.com/1993/06/27/magazine/dr-jeffrey-sachs-shock-therapist.html>.

26. *Kolodko G. W.* Lessons for the Emerging Markets from Poland's Great Change. *Communist and Post-Communist Studies*. 2005. Vol. 38 (3). P. 369–379. URL: <https://doi.org/10.1016/j.postcomstud.2005.06.006>.

27. *Попов В.* Сильные институты важнее скорости реформ. *Вопросы экономики*. 1998. № 8. С. 56–70.

28. *Havrylyshyn O., Meng X., Tupy M. L.* 25 Years of Reforms in Ex-Communist Countries: Fast and Extensive Reforms Led to Higher Growth and More Political Freedom. *Cato Institute Policy Analysis*. 2016. No. 795. July 12. URL: <https://www.cato.org/publications/policy-analysis/25-years-reforms-ex-communist-countries-fast-extensive-reforms-led>.

29. *Birdsall N., De la Torre A., Menezes R.* Washington Contentious: Economic Policies for Social Equity in Latin America / Carnegie Endowment for International Peace and Inter-American. 2001. 84 p. URL: <http://carnegieendowment.org/pdf/files/er.Contentious.pdf>.

30. *Marangos J.* The Evolution of the Anti-Washington Consensus Debate: From 'Post-Washington Consensus' to 'After the Washington Consensus'. *Competition & Change*. 2008. Vol. 12, No. 3. P. 227–244. URL: <https://doi.org/10.1179/102452908X320400>.

31. *Marangos J.* Shock Therapy and its Consequences in Transition Economies. *Development*. 2005. No. 48 (2). P. 70–78. URL: <https://doi.org/10.1057/palgrave.development.1100136>.

32. Fads and Fashion in Economic Reforms: Washington Consensus or Washington Confusion? / ed. by M. Naim. *Working Draft of a Paper Prepared for the IMF Conference on Second Generation Reforms* (Washington, D.C., October 26, 1999). URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/seminar/1999/reforms/Naim.HTM>.

33. *Rodrik D.* Goodbye Washington Consensus, Hello Washington Confusion? A Review of the World Bank's Economic Growth in the 1990s: Learning from a Decade of Reform. *Journal of Economic Literature*. 2006. Vol. XLIV. P. 973–987. URL: <https://doi.org/10.1257/jel.44.4.973>.

34. *Stiglitz J.* Globalization and Its Discontents. London : Penguin Books, 2002. 288 p.

35. *Stiglitz J. E.* More Instruments and Broader Goals: Moving toward the Post-Washington Consensus : WIDER Annual Lectures 2. Helsinki, NU/WIDER. 1998. January. 40 p. URL: <https://www.wider.unu.edu/sites/default/files/AL02-1998.pdf>.

36. *Stiglitz J. E.* The Post Washington Consensus Consensus. The Initiative for Policy Dialogue. 15 p. URL: http://policydialogue.org/files/events/Stiglitz_Post_Washington_Consensus_Paper.pdf.

37. *Camdessus M.* Second Generation Reforms: Reflections and New Challenges / IMF. 1999. November 8. URL: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/sp110899>.

38. *Lindauer D. L., Pritchett L.* What's the Big Idea?: The Third Generation of Policies for Economic Growth. *Economía*. 2002. Vol. 3, No. 1. P. 1–28. URL: <http://academics.wellesley.edu/Economics/Lindauer/Documents/lindauer.pdf>.

39. The Asian Crisis: Causes and Cures / IMF Staff. *Finance & Development*. 1998. Vol. 35, No. 2. URL: <https://doi.org/10.5089/9781451952780.022>.

40. Ukraine: Request for Stand-by Arrangement-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Ukraine / International Monetary Fund. European Dept. 2020. June 11. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2020/06/10/>

Ukraine-Request-for-Stand-by-Arrangement-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-49501.

41. *Mundell R. 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. URL: <https://doi.org/10.2307/139336>.

42. *Obstfeld M., Shambaugh J. C., Taylor A. M.* The Trilemma in history: tradeoffs among exchange rates, monetary policies, and capital mobility. *NBER Working Paper*. 2004. No. 10396. URL: <https://doi.org/10.3386/w10396>.

43. *Bekaert G., Mehli A.* On the global financial market integration “Swoosh” and the Trilemma. *NBER Working Papers*. 2017. No. 23124. URL: <https://doi.org/10.3386/w23124>.

44. Бублик Є. О. Фінансова відкритість транзитивних економік : монографія / НАН України, Ін-т економіки та прогнозування. Київ, 2020. 324 с.

45. *Farhi E., Werning I.* Dilemma not trilemma? Capital controls and exchange rates with volatile capital flows. *IMF Economic Review*. 2014. No. 62. P. 569–605. URL: <https://doi.org/10.1057/imfer.2014.25>.

46. *Петрук О. І.* Шлях до цінової стабільності: світовий досвід та перспективи для України : монографія. Київ : УБС НБУ, 2008. 369 с.

47. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restriction 2019 / International Monetary Fund. 2020. August 10. 3787 p. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/Annual-Report-on-Exchange-Arrangements-and-Exchange-Restrictions/issues/2020/08/10/Annual-Report-on-Exchange-Arrangements-and-Exchange-Restrictions-2019-47102>.

48. Objective of monetary policy / European Central Bank. URL: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/objective/html/index.en.html>.

49. The definition of price stability / European Central Bank. URL: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/pricestab/html/index.en.html>.

50. What are the Federal Reserve’s objectives in conducting monetary policy? / Board of Governors of the Federal Reserve System. URL: https://www.federalreserve.gov/faqs/money_12848.htm.

51. Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy : adopted effective January 24, 2012; as amended effective January 31, 2017 / Board of Governors of the Federal Reserve System. URL: https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC_LongerRunGoals.pdf.

52. Toward a More Accurate Measure of the Cost of Leaving : Final Report to the Senate Finance Committee / M. Boskin, E. Dulberger, R. Gordon et al. 1996. December 4. URL: <https://www.finance.senate.gov/imo/media/doc/Prt104-72.pdf>.

53. *Bernanke B. S., Mishkin F. S.* Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy? *Journal of Economic Perspectives*. 1997. Vol. 1, No. 2. P. 97–116. URL: <https://doi.org/10.1257/jep.11.2.97>.

54. *Gordon R.* The Boskin Commission Report and Its Aftermath. *NBER Working Paper*. 2000. No. 7759. 40 p. URL: <https://doi.org/10.3386/w7759>.

55. Joint Statement of the Government and the Bank of Japan on Overcoming Deflation and Achieving Sustainable Economic Growth / Cabinet Office Ministry of Finance, Bank of Japan. 2013. January 22. URL: https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2013/k130122c.pdf.

56. *Sarel M.* Nonlinear Effects of Inflation on Economic Growth. *IMF Staff Papers*. 1996. Vol. 43. P. 199–215. URL: <https://doi.org/10.2307/3867357>.

57. *Ghosh A., Phillips S.* Inflation, Disinflation, and Growth. *IMF Working Paper*. 1998. No. 68. 44 p. URL: <https://doi.org/10.5089/9781451961188.001>.

58. *Khan M. S., Senhadji A. S.* Threshold Effects in the Relationship between Inflation and Growth. *IMF Working Paper*. 2000. No. 110. 31 p.

59. *Groschen E. L., Schweitzer M. E.* Inflation and Unemployment Revisited: Grease vs. Sand. *CFS Working Paper*. 1999. No. 06. 16 p.
60. *Christoffersen P. F., Doyle P.* From Inflation to Growth: Eight Years of Transition. *IMF Working Paper*. 1998. No. 99. 36 p.
61. *Bruno M., Easterly W.* Inflation Crises and Long-Run Growth. *Journal of Monetary Economics*. 1998. Vol. 41. P. 3–26. URL: [https://doi.org/10.1016/S0304-3932\(97\)00063-9](https://doi.org/10.1016/S0304-3932(97)00063-9).
62. *Кораблін С. О.* Сукупна пропозиція і оптимальна інфляція. *Економіка та прогнозування*. 2005. № 1. С. 9–32.
63. *Алтунян А. Г.* Монетарная политика как инструмент обеспечения экономической безопасности России : автореф. дисс. ... д-ра экон. наук. СПб., 2009. 34 с.
64. *Blanchard O., Dell'Ariccia G., Mauro P.* Rethinking Macroeconomic Policy. *IMF Staff Position Note*. 2010. February 12. 18 p. URL: <https://doi.org/10.2139/ssrn.1555117>.
65. Federal Reserve issues FOMC statement : Press Release / Board of Governors of the Federal Reserve System. 2012. December 12. URL: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20121212a.htm>.
66. Federal Reserve issues FOMC statement : Press Release / Board of Governors of the Federal Reserve System. 2013. December 18. URL: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20131218a.htm>.
67. Monetary policy trade-offs and forward guidance / Bank of England. 2013. August. URL: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/inflation-report/2013/monetary-policy-trade-offs-and-forward-guidance>.
68. New Framework for Strengthening Monetary Easing: Quantitative and Qualitative Monetary Easing with Yield Curve Control / Bank of Japan. 2016. September 21. URL: https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2016/k160921a.pdf.
69. Inflation targets / The Central Bank of the Republic of Turkey. URL: <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/EN/TCMB+EN/Main+Menu/Core+Functions/Monetary+Policy/PRICE+STABILITY+AND+INFLATION/Inflation+Targets>.
70. *Otaola J., Cohen L.* Argentina eases inflation target, stoking rate cut expectations. *Reuters. Business News*. 2017. December 28. URL: <https://in.reuters.com/article/instant-article/idINKBN1EM162>.
71. *Clement D.* Interview with John B. Taylor / Federal Reserve Bank of Minneapolis. 2006. March 8. URL: <https://www.minneapolisfed.org/article/2006/interview-with-john-b-taylor>.
72. The Treaty on European Union. Luxembourg : Office for Official Publications of the European Communities, 1992. URL: https://europa.eu/european-union/sites/europa.eu/files/docs/body/treaty_on_european_union_en.pdf.
73. Central Bank News. URL: <http://www.centralbanknews.info/>.
74. *Krogstrup S., Kuchler A., Spange M.* Negative interest rates: The Danish experience. *VoxEU*. 2020. Oct. 2. URL: <https://voxeu.org/article/negative-interest-rates-danish-experience>.
75. Key ECB interest rates / European Central Bank. URL: https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html.
76. Introduction of “Quantitative and Qualitative Monetary Easing with a Negative Interest Rate” / Bank of Japan. 2016. January 29. URL: https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2016/k160129a.pdf.
77. QE: The story so far / A. G. Haldane, M. Roberts-Sklar, T. Wieladek, C. Young. *Bank of England Staff Working Paper*. 2016. No. 624. URL: <https://doi.org/10.2139/ssrn.2858204>.
78. Federal Reserve Bank of St. Louis. URL: <https://fred.stlouisfed.org/>.
79. The Dutch Disease. *The Economist*. 1977. November 26. P. 82–83.
80. *Frankel J. A., Rose A. K.* Currency crashes in emerging markets: An empirical treatment. *Journal of International Economics*. 1996. Vol. 41, Iss. 3-4. P. 351–366. URL: [https://doi.org/10.1016/S0022-1996\(96\)01441-9](https://doi.org/10.1016/S0022-1996(96)01441-9).

81. ERM-II – the EU's Exchange Rate Mechanism / European Commission. URL: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/euro-area/introducing-euro/adoption-fixed-euro-conversion-rate/erm-ii-eus-exchange-rate-mechanism_en.

82. Guidance Note on the Assessment of Reserve Adequacy and Related Considerations / International Monetary Fund. 2016. June 3. 40 p. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2016/12/31/Guidance-Note-on-the-Assessment-of-Reserve-Adequacy-and-Related-Considerations-PP5046>.

83. Greenspan A. Currency reserves and debt. *The World Bank Conference on Recent Trends in Reserves Management* (Washington, D.C., April 29, 1999). URL: <https://www.federalreserve.gov/BoardDocs/Speeches/1999/19990429.htm>.

84. Assessing Reserve Adequacy – Specific Proposals / IMF staff. 2014. December 19. 52 p. URL: <https://doi.org/10.5089/9781498342445.007>.

85. Assessing Reserve Adequacy – Supplementary Information / IMF staff. 2011. February 14. 49 p. URL: <https://doi.org/10.5089/9781498339377.007>.

86. Assessing Reserve Adequacy – Further Considerations / IMF staff. 2013. November 13. 63 p. URL: <https://doi.org/10.5089/9781498341110.007>.

87. Про Основні засади грошово-кредитної політики на 2016–2020 роки : постановва Правління Національного банку України від 18.08.2015 № 541. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0541500-15#Text>.

88. Стратегія монетарної політики Національного банку України : схвал. рішенням Ради Національного банку України від 13.07.2018. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Strategy_MP.pdf?v=4.

89. Основні засади грошово-кредитної політики на 2018 рік та середньострокову перспективу : схвал. рішенням Ради Національного банку України від 12.09.2017. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/OsnovZasad-2018_sr-per.pdf?v=4.

90. Офіційний веб-сайт Державної служби статистики України. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua/>.

91. World Development Indicators / World Bank. URL: <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators#>.

92. Груй А., Лепушинський В., Ніколайчук С. Нейтральна реальна відсоткова ставка в умовах малої відкритої економіки: застосування для України. *Вісник Національного банку України*. 2018. № 243. С. 4–22. URL: <https://doi.org/10.26531/vnbu2018.243.004>.

93. Офіційний веб-сайт Національного банку України. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic>.

94. Ratio of reserve (ARA metric) / International Monetary Fund. URL: https://www.imf.org/external/datamapper/Reserves_ARA@ARA/UKR.

95. The Logic of Debt Relief for the Poorest Countries / IMF Staff. 2000. September. URL: <https://www.imf.org/external/np/exr/ib/2000/092300.htm#box1>.

96. Debt Relief Under the Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative / International Monetary Fund. 2020. March 25. URL: <https://www.imf.org/en/About/Factsheets/Sheets/2016/08/01/16/11/Debt-Relief-Under-the-Heavily-Indebted-Poor-Countries-Initiative>.

References

1. Korablin, S. O. (2017). *Macroeconomic dynamics of Ukraine: trap of raw materials markets*. Kyiv: NAS of Ukraine, Institute of Economics and Forecasting of NAS of Ukraine [in Ukrainian].

2. Danylyshyn, B. (2018). Main directions of monetary policy of Ukraine. *Finance of Ukraine*, 2, 9–25. DOI: 10.33763/finukr2018.02.009 [in Ukrainian].

3. Danylyshyn, B. (2020). Prospects for improving the monetary policy of Ukraine. *Finance of Ukraine*, 2020. № 2. С. 7–24. DOI: 10.33763/finukr2020.02.007 [in Ukrainian].

4. Iefymenko, T. (2016). *Fiscal and Monetary Security of National Economy*. Kyiv: SESE "The Academy of Financial Management" [in Ukrainian].
5. Iefymenko, T. (2018). Monetary tools of the state economic security. *Finance of Ukraine*, 1, 7–30. DOI: 10.33763/finukr2018.01.007 [in Ukrainian].
6. Gasanov, S. (2018). Fiscal rules and fiscal responsibility: economic security context. *Finance of Ukraine*, 3, 7–23. DOI: 10.33763/finukr2018.03.007 [in Ukrainian].
7. Gasanov, S. (2017). Fiscal risks and fiscal targeting in the system of public finance management under institutional uncertainty. *RFI Scientific Papers*, 2, 5–24. DOI: 10.33763/npndfi2017.02.005 [in Ukrainian].
8. Kyzym, O., Ivanov, Yu., & Hubarieva, I. (2018). Evaluation of the level of economic security of Ukraine and EU countries. *Finance of Ukraine*, 4, 7–18. Retrieved from http://finukr.org.ua/docs/FU_18_04_007_uk.pdf [in Ukrainian].
9. Sharov, O. (2019). Monetary sovereignty in the globalization framework. *Finance of Ukraine*, 6, 93–117. DOI: 10.33763/finukr2019.06.093 [in Ukrainian].
10. Sharov, O. (2020). Problems of monetary sovereignty formation of Ukraine. *Finance of Ukraine*, 11, 7–34. DOI: 10.33763/finukr2020.11.007 [in Ukrainian].
11. Heyets, V. M. (Ed.). (1999). *The concept of economic security of Ukraine*. Kyiv: Logos [in Ukrainian].
12. Ministry for Economic Development and Trade of Ukraine. (2013). *Methodical recommendations for calculating the level of economic security of Ukraine* (Order No. 1277, October 29). Retrieved from <https://zakon.rada.gov.ua/rada/show/v1277731-13/print> [in Ukrainian].
13. Dyachek, S. M., & Panasyuk, O. O. (2013). Monetary security of Ukraine: essence, threats, assessment. *Bulletin of ZhSTU*, 2 (64), 227–233 [in Ukrainian].
14. Dotsenko, I. O. (2015). Monetary security as a component of financial security of the state. *Bulletin of Cherkasy University. Economic Sciences*, 12 (345), 9–12 [in Ukrainian].
15. Koroliuk, T. (2019). The role of monetary policy in ensuring national security of Ukraine. *Ekonomika ta derzhava*, 6, 36–40. DOI: 10.32702/2306-6806.2019.6.36 [in Ukrainian].
16. Hudzovata, O. O. (2019). *Mechanisms for the implementation of monetary policy in the system of strengthening the financial security of Ukraine* (Dr. Sc. Thesis). Kyiv: NISS [in Ukrainian].
17. Verkhovna Rada of Ukraine. (1996). *Constitution of Ukraine* (Act No. 254k/96-VR, June 28). Retrieved from <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/254%D0%BA/96-%D0%B2%D1%80#Text> [in Ukrainian].
18. Verkhovna Rada of Ukraine. (1999). *About the National Bank of Ukraine* (Act No. 679-XIV, May 20). Retrieved from <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/679-14#Text> [in Ukrainian].
19. IMF. (2020, October). *Global Financial Stability Report: Bridge to Recovery*. Retrieved from <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2020/10/13/global-financial-stability-report-october-2020>.
20. OECD. (2001). *Policies to Enhance Sustainable Development* (Meeting of the OECD Council at Ministerial Level). Paris. DOI: 10.3386/w1079.
21. Barro, R. J., & Gordon, D. B. (1983). Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy. *NBER Working Paper*, 1079. Retrieved from <https://www.sfu.ca/~kkasa/barro83.pdf>.
22. Williamson, J. (Ed.). (1990). *What Washington Means by Policy Reform, Chapter 2 in Latin American Adjustment: How Much Has Happened?* Washington: Institute for International Economics. Retrieved from <https://www.piie.com/commentary/speeches-papers/what-washington-means-policy-reform>.

23. Williamson, J. (2004). A Short History of the Washington Consensus. *From the Washington Consensus towards a new Global Governance* (Paper commissioned by Fundación CIDOB for a conference, Barcelona, September 24-25, 2004). Washington: Institute for International Economics. Retrieved from <https://piie.com/publications/papers/williamson0904-2.pdf>.
24. Sachs, J. (1990). *Poland and Eastern Europe: What is to be done?* Retrieved from <https://static1.squarespace.com/static/5d59c0bdfff8290001f869d1/t/5f2c1ded204e7515126068a0/1596726767442/Poland+and+Eastern+Europe-What+is+to+be+Done%3F.pdf>.
25. Passell, P. (1993, June 27). Dr. Jeffrey Sachs, Shock Therapist. *New York Times*. Retrieved from <https://www.nytimes.com/1993/06/27/magazine/dr-jeffrey-sachs-shock-therapist.html>.
26. Kolodko, G. W. (2005). Lessons for the Emerging Markets from Poland's Great Change. *Communist and Post-Communist Studies*, 38 (3), 369–379. DOI: 10.1016/j.post-comstud.2005.06.006.
27. Popov, V. (1998). Strong institutions are more important than the speed of reforms. *Voprosy Ekonomiki*, 8, 56–70 [in Russian].
28. Havrylyshyn, O., Meng, X., & Tupy, M. L. (2016). 25 Years of Reforms in Ex-Communist Countries: Fast and Extensive Reforms Led to Higher Growth and More Political Freedom. *Cato Institute Policy Analysis*, 795. Retrieved from <https://www.cato.org/publications/policy-analysis/25-years-reforms-ex-communist-countries-fast-extensive-reforms-led>.
29. Birdsall, N., De la Torre, A., & Menezes, R. (2001). *Washington Contentious: Economic Policies for Social Equity in Latin America*. Retrieved from <http://carnegieendowment.org/pdf/files/er.Contentious.pdf>.
30. Marangos, J. (2008). The Evolution of the Anti-Washington Consensus Debate: From 'Post-Washington Consensus' to 'After the Washington Consensus'. *Competition & Change*, 12 (3), 227–244. DOI: 10.1179/102452908X320400.
31. Marangos, J. (2005). Shock Therapy and its Consequences in Transition Economies. *Development*, 48 (2), 70–78. DOI: 10.1057/palgrave.development.1100136.
32. Naim, M. (Ed.). (1999). Fads and Fashion in Economic Reforms: Washington Consensus or Washington Confusion? *Working Draft of a Paper Prepared for the IMF Conference on Second Generation Reforms* (Washington, D.C., October 26, 1999). Retrieved from <https://www.imf.org/external/pubs/ft/seminar/1999/reforms/Naim.HTM>.
33. Rodrik, D. (2006). Goodbye Washington Consensus, Hello Washington Confusion? A Review of the World Bank's Economic Growth in the 1990s: Learning from a Decade of Reform. *Journal of Economic Literature*, XLIV, 973–987. DOI: 10.1257/jel.44.4.973.
34. Stiglitz, J. (2002). *Globalization and Its Discontents*. London: Penguin Books.
35. Stiglitz, J. E. (1998, January). *More Instruments and Broader Goals: Moving toward the Post-Washington Consensus* (WIDER Annual Lectures 2. Helsinki, NU/WIDER). Retrieved from <https://www.wider.unu.edu/sites/default/files/AL02-1998.pdf>.
36. Stiglitz, J. E. (n. d.). *The Post Washington Consensus Consensus. The Initiative for Policy Dialogue*. Retrieved from http://policydialogue.org/files/events/Stiglitz_Post_Washington_Consensus_Paper.pdf.
37. Camdessus, M. (1999, November 8). *Second Generation Reforms: Reflections and New Challenges*. Retrieved from <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/sp110899>.
38. Lindauer, D. L., & Pritchett, L. (2002). What's the Big Idea?: The Third Generation of Policies for Economic Growth. *Economía*, 3 (1), 1–28. Retrieved from <http://academics.wellesley.edu/Economics/Lindauer/Documents/lindauer.pdf>.
39. IMF Staff. (1998). The Asian Crisis: Causes and Cures. *Finance & Development*, 35 (2). DOI: 10.5089/9781451952780.022.

40. International Monetary Fund. European Dept. (2020, June 11). *Ukraine: Request for Stand-by Arrangement-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Ukraine*. Retrieved from <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2020/06/10/Ukraine-Request-for-Stand-by-Arrangement-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-49501>.
41. Mundell, R. A. (1963). Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates. *Canadian Journal of Economic and Political Science*, 29 (4), 475–485. DOI: 10.2307/139336.
42. Obstfeld, M., Shambaugh, J. C., & Taylor, A. M. (2004). The Trilemma in history: tradeoffs among exchange rates, monetary policies, and capital mobility. *NBER Working Paper*, 10396. DOI: 10.3386/w10396.
43. Bekaert, G., & Mehli, A. (2017). On the global financial market integration “Swoosh” and the Trilemma. *NBER Working Papers*, 23124. DOI: 10.3386/w23124.
44. Bublyk, Ye. O. (2020). *Financial openness of transitive economies*. Kyiv: NAS of Ukraine, Institute of Economics and Forecasting [in Ukrainian].
45. Farhi, E., & Werning, I. (2014). Dilemma not trilemma? Capital controls and exchange rates with volatile capital flows. *IMF Economic Review*, 62, 569–605. DOI: 10.1057/imfer.2014.25.
46. Petryk, O. I. (2008). *The way to price stability: world experience and prospects for Ukraine*. Kyiv: UBS NBU [in Ukrainian].
47. IMF. (2020, August 10). *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restriction 2019*. Retrieved from <https://www.imf.org/en/Publications/Annual-Report-on-Exchange-Arrangements-and-Exchange-Restrictions/Issues/2020/08/10/Annual-Report-on-Exchange-Arrangements-and-Exchange-Restrictions-2019-47102>.
48. European Central Bank. (n. d.). *Objective of monetary policy*. Retrieved from <https://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/objective/html/index.en.html>.
49. European Central Bank. (n. d.). *The definition of price stability*. Retrieved from <https://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/pricestab/html/index.en.html>.
50. Board of Governors of the Federal Reserve System. (n. d.). *What are the Federal Reserve’s objectives in conducting monetary policy?* Retrieved from https://www.federalreserve.gov/faqs/money_12848.htm.
51. Board of Governors of the Federal Reserve System. (n. d.). *Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy* (adopted effective January 24, 2012; as amended effective January 31, 2017). Retrieved from https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC_LongerRunGoals.pdf.
52. Boskin, M., Dulberger, E., Gordon, R. et al. (1996, December 4). *Toward a More Accurate Measure of the Cost of Leaving: Final Report to the Senate Finance Committee*. Retrieved from <https://www.finance.senate.gov/imo/media/doc/Prt104-72.pdf>.
53. Bernanke, B. S., & Mishkin, F. S. (1997). Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy? *Journal of Economic Perspectives*, 1 (2), 97–116. DOI: 10.1257/jep.11.2.97.
54. Gordon, R. (2000). The Boskin Commission Report and Its Aftermath. *NBER Working Paper*, 7759. DOI: 10.3386/w7759.
55. Cabinet Office Ministry of Finance, & Bank of Japan. (2013, January 22). *Joint Statement of the Government and the Bank of Japan on Overcoming Deflation and Achieving Sustainable Economic Growth*. Retrieved from https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2013/k130122c.pdf.
56. Sarel, M. (1996). Nonlinear Effects of Inflation on Economic Growth. *IMF Staff Papers*, 43, 199–215. DOI: 10.2307/3867357.
57. Ghosh, A., & Phillips, S. (1998). Inflation, Disinflation, and Growth. *IMF Working Paper*, 68. DOI: 10.5089/9781451961188.001.

58. Khan, M. S., & Senhadji, A. S. (2000). Threshold Effects in the Relationship between Inflation and Growth. *IMF Working Paper*, 110.
59. Groshen, E. L., & Schweitzer, M. E. (1999). Inflation and Unemployment Revisited: Grease vs. Sand. *CFS Working Paper*, 06.
60. Christoffersen, P. F., & Doyle, P. (1998). From Inflation to Growth: Eight Years of Transition. *IMF Working Paper*, 99.
61. Bruno, M., & Easterly, W. Inflation Crises and Long-Run Growth. *Journal of Monetary Economics*, 41, 3–26. DOI: 10.1016/S0304-3932(97)00063-9.
62. Korablin, S. O. (2005). Aggregate supply and optimal inflation. *Economy and Forecasting*, 1, 9–32 [in Ukrainian].
63. Altunyan, A. G. (2009). *Monetary policy as a tool for ensuring the economic security of Russia* (Dr. Sc. Thesis). St. Petersburg [in Russian].
64. Blanchard, O., Dell’Ariccia, G., & Mauro, P. (2010, February 12). Rethinking Macroeconomic Policy. *IMF Staff Position Note*. DOI: 10.2139/ssrn.1555117.
65. Board of Governors of the Federal Reserve System. (2012, December 12). *Federal Reserve issues FOMC statement* (Press Release). Retrieved from <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20121212a.htm>.
66. Board of Governors of the Federal Reserve System. (2013, December 18). *Federal Reserve issues FOMC statement* (Press Release). Retrieved from <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20131218a.htm>.
67. Bank of England. (2013, August). *Monetary policy trade-offs and forward guidance*. Retrieved from <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/inflation-report/2013/monetary-policy-trade-offs-and-forward-guidance>.
68. Bank of Japan. (2016, September 21). *New Framework for Strengthening Monetary Easing: Quantitative and Qualitative Monetary Easing with Yield Curve Control*. Retrieved from https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2016/k160921a.pdf.
69. The Central Bank of the Republic of Turkey. (n. d.). *Inflation targets*. Retrieved from <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/EN/TCMB+EN/Main+Menu/Core+Functions/Monetary+Policy/PRICE+STABILITY+AND+INFLATION/Inflation+Targets>.
70. Otaola, J., & Cohen, L. (2017, December 28). Argentina eases inflation target, stoking rate cut expectations. *Reuters. Business News*. Retrieved from <https://in.reuters.com/article/instant-article/idINKBN1EM162>.
71. Clement, D. (2006, March 8). Interview with John B. Taylor. *Federal Reserve Bank of Minneapolis*. Retrieved from <https://www.minneapolisfed.org/article/2006/interview-with-john-b-taylor>.
72. EU. (1992). *The Treaty on European Union*. Luxembourg: Office for Official Publications of the European Communities. Retrieved from https://europa.eu/european-union/sites/europaeu/files/docs/body/treaty_on_european_union_en.pdf.
73. Central Bank News. (n. d.). Retrieved from <http://www.centralbanknews.info/>.
74. Krogstrup, S., Kuchler, A., & Spange, M. (2020, October 2). Negative interest rates: The Danish experience. *VoxEU*. Retrieved from <https://voxeu.org/article/negative-interest-rates-danish-experience>.
75. European Central Bank. (n. d.). *Key ECB interest rates*. Retrieved from https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html.
76. Bank of Japan. (2016, January 29). *Introduction of “Quantitative and Qualitative Monetary Easing with a Negative Interest Rate”*. Retrieved from https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2016/k160129a.pdf.
77. Haldane, A. G., Roberts-Sklar, M., Wieladek, T., & Young, C. (2016). QE: The story so far. *Bank of England Staff Working Paper*, 624. DOI: 10.2139/ssrn.2858204..
78. Federal Reserve Bank of St. Louis. (n. d.). Retrieved from <https://fred.stlouisfed.org/>.

79. The Dutch Disease. (1977, November 26). *The Economist*, 82–83.
80. Frankel, J. A., & Rose, A. K. (1996). Currency crashes in emerging markets: An empirical treatment. *Journal of International Economics*, 41 (3-4), 351–366. DOI: 10.1016/S0022-1996(96)01441-9.
81. European Commission. (n. d.). *ERM-II – the EU's Exchange Rate Mechanism*. Retrieved from https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/euro-area/introducing-euro/adoption-fixed-euro-conversion-rate/erm-ii-eus-exchange-rate-mechanism_en.
82. IMF. (2016, June 3). *Guidance Note on the Assessment of Reserve Adequacy and Related Considerations*. Retrieved from <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2016/12/31/Guidance-Note-on-the-Assessment-of-Reserve-Adequacy-and-Related-Considerations-PP5046>.
83. Greenspan, A. (n. d.). Currency reserves and debt. *The World Bank Conference on Recent Trends in Reserves Management* (Washington, D.C., April 29, 1999). Retrieved from <https://www.federalreserve.gov/BoardDocs/Speeches/1999/19990429.htm>.
84. IMF staff. (2014, December 19). *Assessing Reserve Adequacy – Specific Proposals*. DOI: 10.5089/9781498342445.007.
85. IMF staff. (2011, February 14). *Assessing Reserve Adequacy – Supplementary Information*. DOI: 10.5089/9781498339377.007.
86. IMF staff. (2013, November 13). *Assessing Reserve Adequacy – Further Considerations*. DOI: 10.5089/9781498341110.007.
87. Board of the National Bank of Ukraine. (2015). *About the Main ambush of the penny-credit policy for 2016-2020* (Decree No. 541, August 18). Retrieved from <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0541500-15#Text> [in Ukrainian].
88. Council of the National Bank of Ukraine. (2018). *Monetary policy strategy of the National Bank of Ukraine* (Decision, July 13). Retrieved from https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/Strategy_MP.pdf?v=4 [in Ukrainian].
89. Council of the National Bank of Ukraine. (2017). *Basic principles of monetary policy for 2018 and the medium term* (Decision, September 12). Retrieved from https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/OsnovZasad-2018_sr-per.pdf?v=4 [in Ukrainian].
90. State Statistics Service of Ukraine. (n. d.). Retrieved from <http://www.ukrstat.gov.ua/> [in Ukrainian].
91. World Bank. (n. d.). *World Development Indicators*. Retrieved from <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators#>.
92. Grui, A., Lepushynskyi, V., & Nikolaychuk, S. (2018). A Neutral Real Interest Rate in the Case of a Small Open Economy: Application to Ukraine. *Visnyk of the National Bank of Ukraine*, 243, 4–20. DOI: 10.26531/vnbu2018.243.004 [in Ukrainian].
93. National Bank of Ukraine. (n. d.). Retrieved from <https://bank.gov.ua/ua/statistic> [in Ukrainian].
94. IMF. (n. d.). *Ratio of reserve (ARA metric)*. Retrieved from https://www.imf.org/external/datamapper/Reserves_ARA@ARA/UKR.
95. IMF Staff. (2000, September). *The Logic of Debt Relief for the Poorest Countries*. Retrieved from <https://www.imf.org/external/np/exr/ib/2000/092300.htm#box1>.
96. IMF. (2020, March 25). *Debt Relief Under the Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative*. Retrieved from <https://www.imf.org/en/About/Factsheets/Sheets/2016/08/01/16/11/Debt-Relief-Under-the-Heavily-Indebted-Poor-Countries-Initiative>.