

ПЕРСПЕКТИВА ПОВЕРНЕННЯ УКРАЇНИ ДО РЕЖИМУ ТАРГЕТУВАННЯ ІНФЛЯЦІЇ: ВИЗНАЧЕННЯ РІВНЯ ОПТИМАЛЬНИХ ВАЛЮТНИХ ІНТЕРВЕНЦІЙ

©2024 ТАРАСЕНКО А. Б.

УДК 33.338.2
JEL: E31; E4; E5; E6; O24

Тарасенко А. Б. Перспектива повернення України до режиму таргетування інфляції: визначення рівня оптимальних валютних інтервенцій

У статті міститься комплексний аналіз шляху монетарної політики України, зосереджуючись на потенціалі повернення до режиму таргетування інфляції в розрізі рівня валютних інтервенцій. Метою дослідження є донесення критичної важливості валютних інтервенцій в монетарній політиці України та визначення необхідного максимального їх рівня, за якого Національний банк України (НБУ) зможе повернутися до режиму таргетування інфляції. Розглянуто довоєнний період, протягом якого НБУ перейшов до режиму інфляційного таргетування, що прийшов на зміну режиму таргетування обмінного курсу. У статті йдеться про перехідний етап, детально описуються перешкоди, з якими стикався НБУ при досягненні цільових показників інфляції. Ці виклики включали такі внутрішні чинники, як структурні недоліки економіки, зовнішні шоки та загальний вплив економічних тенденцій. Перехід до режиму інфляційного таргетування позначався періодами невизначеності, що вимагали від НБУ адаптації своїх дій для забезпечення ефективності монетарної політики. Запроваджені реформи сприяли зменшенню інфляції та стабілізації економіки загалом. Режим таргетування інфляції тоді зарекомендував себе як дійсно ефективний і такий, до якого необхідно повернутись НБУ в майбутньому. Після початку повномасштабної війни, розв'язаної РФ, центральний банк був змушений повернутися до контролю обмінного курсу. Ця зміна була зумовлена гострою необхідністю підтримувати економічну стабільність перед обличчям щоденних шоків війни. У статті висвітлено причини переходу до фіксації обмінного курсу, окреслено наслідки для економічної траєкторії України та зазначено причини, що фіксують неможливість реалізації даного режиму в довгостроковій перспективі через виснаження резервів та створення неринкових умов, що не відображатимуть реальної економічної ситуації в країні. Ключовим компонентом дослідження є аналіз валютних інтервенцій, які відіграють вирішальну роль у стабілізації економіки. Досліджуючи різні показники та рівні валютних інтервенцій, у статті визначено оптимальний рівень необхідних Україні інтервенцій. Цей аналіз ґрунтується на статистичних даних центральних банків і теоретичних засадах, забезпечуючи міцну основу для визначення умов, за яких Україна може успішно повернутися до режиму таргетування інфляції. У статті робиться висновок про те, що повернення до інфляційного таргетування є не тільки бажаним, але й життєво важливим за умови, що НБУ зможе підтримувати визначений у дослідженні оптимальний рівень валютних інтервенцій.

Ключові слова: таргетування інфляції, валютні інтервенції, монетарна політика, Україна.

Табл.: 3. **Бібл.:** 35.

Тарасенко Артур Борисович – здобувач ступеня доктора філософії, Європейський університет (бульв. Академіка Вернадського, 16-В, Київ, 03115, Україна)

E-mail: art53to@gmail.com

ORCID: <https://orcid.org/0009-0001-4924-9849>

UDC 33.338.2
JEL: E31; E4; E5; E6; O24

Tarasenko A. B. The Prospect of Ukraine's Return to the Inflation Targeting Regime: Determining the Level of Optimal Currency Interventions

The article contains a comprehensive analysis of the path of Ukraine's monetary policy, focusing on the potential for returning to the inflation targeting regime in terms of the level of foreign exchange interventions. The purpose of the study is to convey the critical importance of FX interventions in Ukraine's monetary policy and to determine the required maximum level at which the National Bank of Ukraine (NBU) will be able to return to the inflation targeting regime. The pre-war period, during which the NBU switched to the inflation targeting regime, which replaced the exchange rate targeting regime, is considered. The article discusses the transitional stage, describes in detail the obstacles faced by the NBU in achieving inflation targets. These challenges included internal factors such as structural weaknesses in the economy, external shocks, and the overall impact of economic trends. The transition to the inflation targeting regime was marked by periods of uncertainty that required the NBU to adapt its actions to ensure the efficiency of monetary policy. The implemented reforms helped to reduce inflation and stabilized the economy in general. At that time, the inflation targeting regime proved to be really effective and the one to which the NBU should return in the future. After the start of the full-scale war unleashed by the Russian Federation, the central bank was forced to return to exchange rate control. This change was driven by the urgent need to maintain economic stability in the face of the daily shocks of war. The article highlights the reasons for the transition to fixing the exchange rate, outlines the consequences for the economic trajectory of Ukraine and indicates the reasons that record the impossibility of implementing this regime in the long term due to the depletion of reserves and the creation of non-market conditions that will not reflect the real economic situation in the country. A key component of the study is the analysis of foreign exchange interventions, which play a crucial role in stabilizing the economy. Studying various indicators and levels of foreign exchange interventions, the article identifies the optimal level of interventions necessary for Ukraine. This analysis is based on central bank statistics and theoretical principles, providing a solid basis for determining the conditions under which Ukraine can successfully return to inflation targeting. The article concludes that a return to inflation targeting is not only desirable, but also vital, provided that the NBU is able to maintain the optimal level of FX interventions identified in the study.

Keywords: inflation targeting, FX interventions, monetary policy, Ukraine.

Tabl.: 3. **Bibl.:** 35.

Tarasenko Artur B. – Graduate of the degree of Doctor of Philosophy, European University (16-V Akademika Vernadskoho Blvd., Kyiv, 03115, Ukraine)

E-mail: art53to@gmail.com

ORCID: <https://orcid.org/0009-0001-4924-9849>

Повномасштабне військове вторгнення РФ призвело до зіткнення України із безпрецедентними у двадцять першому сторіччі руйнівними соціально-економічними потрясіннями. У відповідь Національний банк України (НБУ) був змушений відійти від раніше введеного режиму таргетування інфляції та впровадити режим, пов'язаний із обмінним курсом. Дане рішення, разом із подальшими еволюційними процесами, відіграло вирішальну роль у збереженні економіки країни в умовах війни. Попри те, що такий підхід забезпечує стабільність, він є лише короткостроковим рішенням, яке накладає на країну значні фінансові навантаження, що виражені в надзначних інтервенціях. НБУ усвідомлює довгострокову нежиттєздатність такого підходу, тому запровадив стратегію до відновлення режиму таргетування інфляції. Такий перехід стане не просто технічною зміною, а ключовим кроком до нормалізації економіки та подальшої стійкості.

Аналіз перспективи цього переходу є обов'язковим, враховуючи поточну економічну ситуацію в Україні. Положення країни вимагає глибокого розуміння оптимального рівня валютних інтервенцій, необхідних для підтримки стійкої й ефективної економіки, фундаментом якої буде вільне курсове ціноутворення, а ключовим стане саме показник інфляції.

У контексті повернення України до режиму інфляційного таргетування та визначення оптимальних валютних інтервенцій вкрай необхідно проаналізувати останні дослідження та їх тенденції. Українські дослідники, зокрема з НБУ, такі як: Дадашова П., Груй А., Константиnescу М., Фарина О. та інші [1] зробили і продовжують робити значний внесок у осмислення та накопичення знань про грошово-кредитну політику, надаючи безцінне розуміння процесів у країні. Гершель А., Дадашова П., Баженова Ю., Філатов В., Глазунов А., Солтисьяк Р. у дослідженні «Теплова карта для моніторингу системних ризиків фінансової стабільності в Україні» [2] зуміли представити сім ключових ризиків на базі 40 показників, всебічно охопивши діапазон різних економічних вразливостей. Удосконалена карта ризиків фінансового сектора України стала основою для спостережень за ризиками в НБУ, на основі яких приймаються рішення. Такі дослідження надають змогу краще зрозуміти принципи функціонування економіки загалом. Своєю чергою, Козюк В. у дослідженні «Повоєнне таргетування інфляції: ключові виклики» [3] зробив вклад у загальний аналіз майбутнього повернення до режиму таргетування інфляції, виділяючи запобіжники повернення та інші проблеми, що робитимуть цей процес складним і болючим.

Крім українських дослідників, закордонні організації також глибоко стурбовані ситуацією та проводять дослідження. Наприклад, World Bank у дослідженні «Ukraine rapid damage and needs assessment» («Швидка оцінка збитків та потреб України») відображає масштаби руйнування країни, також відбувається акцентування уваги на макроекономічному впливі війни та фінансовому секторі [4].

Наведені вище дослідження відображають як намагання оцінити та проаналізувати збитки, так і усвідомлене спрямування в бік аналізу майбутнього відновлення. Унікальні економічні умови стимулюють науковців пропонувати індивідуальні рекомендації та дослідження, необхідні для прийняття обґрунтованих рішень – як сьогодні, так і в майбутньому. У цьому дослідженні розглядається складність відновлення режиму таргетування інфляції, однак у площині валютних інтервенцій, оскільки виведення їх на оптимальний рівень стане важливим елементом повернення до довоєнного інфляційного режиму. Цей аналіз дозволить економістам, громадськості та іншим зацікавленим сторонам зрозуміти критичну важливість інтервенцій та визначення їх оптимального рівня в контексті потенційного повернення України до режиму таргетування інфляції. Це стане важливим елементом забезпечення довгострокової ефективності монетарної політики в умовах економічних і геополітичних викликів.

Режим таргетування інфляції – це стратегія грошово-кредитної політики, за якої центральний банк зобов'язується досягти заздалегідь чисельно визначеного рівня інфляції в майбутньому. Впровадження такої політики оголошується урядом, самим центральним банком або комбінованим чином [5].

Режим таргетування інфляції було запроваджено в Україні у 2016 р. після низки комплексних реформ. Це рішення стало відповіддю на неефективність його попередника – режиму таргетування обмінного курсу, який виявився недовгим під час економічної кризи 2014 р.

Економічна слабкість, яка зберіглася після фінансової кризи 2008–2009 рр. через надмірний рівень корупції та поганий бізнес-клімат; державні видатки, що постійно перевищували бюджетні надходження; сильна залежність від імпорту; падіння виробництва та експорту; призупинення інвестицій та відтік капіталу – усе це ще з початку 2013 р. вказувало на ймовірні вкрай суттєві потенційні проблеми. Скрутність економічної ситуації лише посилилась у 2014 р. із окупацією Криму та війною на сході України. У такому нестабільному

економічному середовищі підтримувати обмінний курс на рівні 8 гривень за долар було можливим лише за допомогою штучних засобів. Таким чином відбувалися посилені валютні інтервенції, тобто широкий продаж валюти з резервів НБУ. Такий підхід призвів до різкого виснаження резервів, які різко впали із 38 мільярдів доларів влітку 2011 р. до лише 20,4 мільярдів доларів у січні 2014 р., а в лютому й зовсім склали 5,6 мільярдів доларів. Усе це акумулювало дисбаланси в економіці, викликавши реакцію у вигляді кризи [6].

Реформи, що повноцінно реалізовувалися протягом 2015–2016 рр., були спрямовані на стабілізацію фінансової системи. Вони включали створення технічних та інституційних передумов, необхідних для ефективної реалізації нової монетарної політики. З технічного боку було досягнуто значних успіхів, включно з розробкою макроекономічних моделей і встановленням щоквартального прогнозного циклу, який є надважливим для точного прогнозування інфляції та коригування політики. В інституційній частині також були запроваджені суттєві зміни. Передусім була забезпечена незалежність НБУ у використанні інструментів політики, необхідних для досягнення цільових показників інфляції. Також було усунено фіскальне домінування, що дозволило НБУ зосередитися виключно на цілях монетарної політики без надмірного впливу з боку фіскальної політики [7; 8]. Ці зусилля зуміли ефективно реалізувати курс на дезінфляцію, допомогли наростити міжнародні резерви, зробили облікову ставку основним інструментом політики та стабілізували валютний ринок, заклавши міцну основу для режиму таргетування інфляції.

Цілі, від яких почав відштовхуватися центральний банк, були закладені у 2015 р. у постанові правління НБУ «Про Основні засади грошово-кредитної політики на 2016–2020 роки» та були такими: грудень 2016 р. – 12% +/- 3 п. п.; грудень 2017 р. – 8% +/- 2 п. п.; грудень 2018 р. – 6% +/- 2 п. п.; грудень 2019 р. (і надалі) – 5% +/- 1 п. п. [9].

Ціль у перший рік реалізації режиму було виконано – у 2016 р. інфляція склала 12,4% [10] та увійшла в межі цільового діапазону. Таке потрапляння виявилось досить очікуваним через те, що ціль було встановлено в рік упровадження режиму. У подальших роках до повномасштабної війни ціль не завжди виконувалась – у 2017 р. інфляція склала 13,7%, оскільки несприятливі погодні умови спровокували скорочення пропозиції по деяких видах товарів; посилилась нестабільність у тваринницькому секторі; збільшився експорт продовольчих товарів. Усе це посилювало інфляцію, причому саме фактори з боку пропозиції відіграли ключову

роль наприкінці року у збільшенні інфляції в її кінцевому вигляді. Також свій внесок зробило зростання світових цін на сирі продукти харчування та збільшення внутрішніх витрат на оплату праці, що зумовило підвищення цін [11].

Варто зазначити, що ситуації, коли центральний банк не досягає цільового рівня інфляції, є нерідкими. Це зрозуміло, враховуючи, що на інфляцію впливають безліч факторів, багато з яких знаходяться поза контролем центрального банку. Внутрішні фактори, такі як несприятливі погодні умови та нестабільна ринкова ситуація в різних секторах економіки, можуть суттєво впливати на інфляцію. Крім того, вирішальну роль у формуванні динаміки інфляції можуть відігравати зовнішні чинники, зокрема світові ціни на сировину, нафту, або це можуть бути кризові явища як результат збігу багатьох негативних чинників.

Щоб зрозуміти ефективність режиму таргетування інфляції, важливо відслідковувати тенденцію в часі, а не зосереджуватися на окремих випадках відхилення від цілі. Лише вивчаючи ширшу тенденцію, можна оцінити, чи спрямовує режим економіку до більшої стабільності та передбачуваності. Незважаючи на випадкові відхилення від цілі, добре реалізований режим таргетування інфляції приводить до нижчої та більш стабільної інфляції в довгостроковій перспективі, сприяючи загальній економічній стійкості.

У 2018 р. продовжився негативний тренд, і ціль не була досягнута, інфляція була на рівні 9,8%, однак її рівень був нижчим, ніж у минулому році, що беззаперечно вказує на позитивну динаміку. І вже у 2019 р. НБУ виправдав очікування та потрапив у горизонт цілі із 4% рівнем інфляції. У 2020 р. інфляція склала 5%, що також є потраплянням у ціль, причому 2020 р. був справжнім випробуванням через світову кризу, викликану COVID-19. Хоча рівень інфляції перебував на низькому рівні протягом року через падіння попиту на непершочергові товари та зниження світових цін на енергоносії, НБУ також працював над стимулюванням економіки, зокрема знизивши ставку до 6% [12; 13]. У 2021 р. інфляція стала значно більшою і зупинилася на рівні 10%, оскільки економіка почала суттєво відновлюватись, і в кінці року інфляція суттєво зростає.

Процес реалізації режиму інфляційного таргетування в Україні був зупинений повномасштабною війною, розв'язаною рф у 2022 р., що стало продовженням військового вторгнення рф в Україну у 2014 р. НБУ зіткнувся з безпрецедентними економічними викликами, намагаючись стабілізувати фінансову систему країни в умовах війни. Щоб зберегти економіку, НБУ був змушений

повернутися до режиму таргетування обмінного курсу. Цей перехід став відповіддю на невідкладну необхідність підтримки економічної стабільності та пом'якшення серйозних фінансових потрясінь.

НБУ запровадив значні валютні обмеження, а також почав використовувати валютні інтервенції як ключовий інструмент монетарної політики для вирішення нагальних економічних проблем і стабілізації фінансової системи. Обмеження включали призупинення операцій між банками на валютному ринку; заборону зняття готівки з рахунків в іноземній валюті; введення мораторію на транскордонні валютні платежі. Винятки були зроблені лише для стратегічно важливих операцій, гарантуючи, що витрати в іноземній валюті були пріоритетними для критичного імпорту. Такий підхід гарантував наявність основних товарів і послуг, необхідних для функціонування країни та унеможливив надмірне виведення валюти з потенційним збільшенням інфляції [14].

У міру розвитку ситуації та початку оговтаня та відновлення економічної активності НБУ послаблював ці обмеження. Пом'якшення заходів було ретельно вивірене та поступове. Поетапний підхід дозволив економіці адаптуватися та функціонувати ефективніше в складних обставинах.

Підтримка курсу завдяки інтервенціям може бути лише тимчасовим явищем через високі витрати та виснаження резервів. З лютого 2022 р. по липень 2024 р. сальдо валютних інтервенцій, що визначається як різниця між купівлею та продажем іноземної валюти, було стабільно від'ємним протягом усіх місяців періоду, причому в сумі ця різниця складала трохи більше -71 млрд дол. США [15].

Фінансова допомога міжнародних партнерів має вирішальне значення для поповнення міжнародних резервів України. Ця підтримка стала фінансовим порятунком для української економіки. З початку війни Україна отримала від міжнародних партнерів приблизно 90 мільярдів доларів. Цей приплив допомоги став єдиним фактором, який дозволив збільшити резерви з 27,4 мільярдів доларів на початок вторгнення до майже 38 мільярдів доларів у червні 2024 р. [16].

Приплив іноземної допомоги дозволив стабілізувати макроекономічне середовище, що має важливе значення для потенційного відновлення економічного зростання. Це також уможливило фінансування критичних соціальних та економічних потреб. Однак важливо зазначити, що Україна залишається дуже вразливою до невизначеності цих фінансових надходжень. З березня 2024 р. спостерігається помітне зниження рівня резервів, що вже відображає наявну негативну тенденцію. Не-

регулярний характер міжнародної допомоги лише посилює тривожність, особливо на фоні того, що значна частина прогнозованої допомоги ще не є схваленою.

Ця залежність від зовнішньої допомоги значно підриває потенціал України щодо довгострокової економічної стабільності та стійкості. Із загального обсягу отриманої допомоги лише близько 27 мільярдів доларів США становлять безповоротні гранти. Це означає, що решта 63 мільярдів доларів отримані на поворотній основі. Це майбутнє зобов'язання ляже значним фінансовим тягарем на Україну, ускладнюючи майбутнє економічне планування та зусилля з відновлення.

Таким чином, протягом військового конфлікту стала зрозуміла критична важливість розробки більш стійкої економічної стратегії, що і була виражена у 2023 р. НБУ в документі під назвою «Стратегія пом'якшення валютних обмежень, переходу до більшої гнучкості обмінного курсу та повернення до інфляційного таргетування», де були зафіксовані ключові напрями стратегії: пом'якшення валютних обмежень, перехід до більшої гнучкості обмінного курсу та повернення до інфляційного таргетування [17]. У тому ж році відбувся перехід до режиму керованої гнучкості обмінного курсу. Проте НБУ залишився ключовим гравцем на валютному ринку, компенсуючи дефіцит валюти, тим самим залишаючи за собою контроль за обмінним курсом, хоч і з певними коливаннями в обидва боки [18].

Аналізуючи перехід до режиму таргетування інфляції, важливо розуміти ключові відмінності між ним і режимом таргетування обмінного курсу. Режим таргетування інфляції базується на плаваючому валютному курсі, причому саме процентна ставка є основним інструментом політики. Своєю чергою, режим таргетування обмінного курсу використовує фіксований обмінний курс із валютними інтервенціями як основний інструмент підтримки економічної стабільності.

Для режиму таргетування інфляції дуже важливо, щоб обмінний курс визначався ринковим чином, а облікова ставка ефективно впливала на вартість грошей в економіці. Ключовим моментом є те, що валютні інтервенції продовжуватимуть відігравати суттєву роль, однак їх значення буде другорядним порівняно з обліковою ставкою. Інтервенції матимуть важливе значення для швидкого подолання шоків і згладжування їх негативних наслідків, особливо в потенційно неспокійному економічному середовищі повоєнної України.

Враховуючи очікувану економічну нестабільність після війни, вкрай важливо буде проаналі-

зувати та встановити належний рівень валютних інтервенцій, щоб він не підривав систему таргетування інфляції, а доповнював її шляхом усунення короткострокових нестабільностей. Центральний банк повинен ретельно збалансувати використання валютних інтервенцій, щоб вони не вступали в конфлікт із обліковою ставкою в контролі над інфляцією та керуванні економічною політикою.

Adler G., Chang K. S., Mano R. C., Shao Y. у дослідженні «Foreign Exchange Intervention: A Dataset of Public Data and Proxies» («Валютні інтервенції: датасет публічних даних і проксі») [19] всебічно аналізують явище валютних інтервенцій для країн з різними режимами політики та рівнем розвитку, наводять і використовують статистику валютних інтервенцій для 40 країн (включно з країнами з режимом інфляційного таргетування), а також розраховують оцінювальні значення валютних інтервенцій для 122 країн у період з 2004 по 2024 рр. (включно з країнами, для яких є фактичні дані). Їх розрахунок базується не лише на зміні в резервних активах держави (активи поточного періоду мінус активи за минулий період), а й на інших факторах, таких як: зміни платіжного балансу – як від резидентів так і від нерезидентів; зміни оцінки фінансових інструментів; операції на ринку спот і ринку деривативів.

У дослідженні, порівняно з вищенаведеною роботою, було розширено кінцевий період часового проміжку для статистичних даних валютних інтервенцій з 2021 р. до 2023 р., але оцінювальні дані, що наведено у статті Міжнародного валютного фонду, використано не було, оскільки в даному дослідженні метою було зосередити увагу саме на фактичних даних на максимально доступному проміжку часу.

Для розрахунку допустимого рівня валютних інтервенцій України з метою переходу на режим інфляційного таргетування були використані статистичні дані рівня валютних інтервенцій (різниця між продажем і купівлею іноземної валюти) за рік, млн дол. у відношенні до річного номінального ВВП, млн дол. за період з 2004 р. до 2023 р. Для деяких країн дані були взяті з більш пізнього періоду, оскільки така статистика з 2004 р. публікується не для всіх досліджуваних 15 країн. Перелік країн із зазначеним у дужках роком переходу до режиму інфляційного таргетування: Нова Зеландія (1990); Ізраїль (1992); Австралія (1993); Мексика (1993); Чехія (1998); Бразилія (1999); Колумбія (1999); Ісландія (2001); Перу (2002); Туреччина (2006); Грузія (2009); Парагвай (2011); Молдова (2015); Індія (2016); Казахстан (2016); Україна (2016).

Країни із зазначеного переліку були поділені на дві групи за рівнем розвитку, критерієм для по-

ділу був обраний показник ВВП на душу населення для 2022 р. у доларах, визначений у постійних цінах 2017 р., зважений на інфляцію та вартість життя у кожній країні. Згідно з цим показником країни поділяються на 7 груп за рівнем доходу, країни з перелічених нижче 5 груп були визначені як «країни, що розвиваються» та наведені в *табл. 1*:

1. < 1000\$ – жодна з досліджуваних країн;
2. 1000–2000\$ – жодна з досліджуваних країн;
3. 2000–5000\$ – жодна з досліджуваних країн;
4. 5000–10000\$ – Індія;
5. 10000–20000\$ – Бразилія, Колумбія, Мексика, Молдова, Парагвай, Перу, Україна, Грузія.

У *табл. 2* відповідно представлені «розвинуті» країни, тобто країни з груп з найвищим рівнем доходу (вище ніж 20000\$):

1. 20000–50000\$ – Чехія, Ізраїль, Казахстан, Нова Зеландія, Туреччина;
2. 50000\$ і більше – Австралія, Ісландія.

Для кожної з груп було розраховане середнє значення відношення абсолютних валютних інтервенцій до ВВП за весь досліджуваний період. Валютні інтервенції для аналізу використані саме в абсолютному вираженні, тобто за модулем, оскільки дане дослідження має на меті оцінити обсяг і частоту втручання держави в економіку та суттєвість валютних інтервенцій як важелю впливу на економіку під час застосування режиму інфляційного таргетування.

За результатами проведеного аналізу дане відношення майже не відрізняється та становить відповідно 2,13% від ВВП для «розвинутих» країн і 2,14% для «країн, що розвиваються», що вказано в *табл. 3*. Це не підтверджує загальноприйняту гіпотезу, що рівень валютних інтервенцій для розвинутих країн є меншим, ніж для тих, що розвиваються, тому дана гіпотеза потребує подальшого аналізу, розширення переліку країн і досліджуваних показників. Крім того, був розрахований середній рівень валютних інтервенцій для України з моменту переходу на режим інфляційного таргетування до початку війни у 2022 р.: він становив 2,44%, що є сумірним з показниками інших досліджуваних країн. До того ж, до уваги було взято максимальний середній рівень валютних інтервенцій серед усіх досліджуваних країн – 4,45% для Молдови, яка має найбільш зіставний рівень ВВП на душу населення в Україні з вибірки проаналізованих країн.

Для розрахунку прогнозного рівня валютних інтервенцій України для майбутніх періодів, за якого буде можливим повернення до режиму інфляційного таргетування, були використані такі показники: середній рівень валютних інтервенцій для всіх досліджуваних країн, рівень валютних ін-

Відношення валютних інтервенцій до ВВП – «країни, що розвиваються», %

Рік	Бразилія	Колумбія	Грузія	Індія	Мексика	Молдова	Парагвай	Перу	Україна
2004	0,79	0,91	–	3,50	0,82	–	–	2,89	–
2005	2,41	3,20	–	2,68	0,48	5,59	–	3,28	–
2006	3,10	0,74	–	2,26	0,79	3,59	–	4,13	–
2007	5,63	2,19	–	6,41	0,35	8,35	–	6,91	–
2008	1,76	0,58	–	4,05	0,33	6,02	–	10,85	–
2009	1,85	0,00	1,04	0,50	3,12	13,04	–	2,04	–
2010	1,87	1,07	3,52	0,10	0,28	1,79	–	6,03	–
2011	1,83	1,11	1,93	0,68	0,27	0,64	–	4,32	–
2012	0,45	1,31	0,92	0,59	0,18	3,58	–	6,17	4,27
2013	0,00	1,77	4,43	1,71	0,00	3,21	1,57	4,60	2,05
2014	0,00	1,06	1,89	1,62	0,02	6,82	1,71	2,52	9,12
2015	0,00	0,00	1,89	1,89	0,18	4,32	1,69	4,63	1,62
2016	0,00	0,09	3,16	0,66	0,02	5,52	2,51	1,77	2,17
2017	0,00	0,00	0,79	1,10	0,00	4,51	2,69	4,41	1,46
2018	0,00	0,12	1,10	1,31	0,00	2,45	1,31	0,63	2,06
2019	1,97	0,46	1,47	1,44	–	1,97	1,33	0,57	5,12
2020	1,68	3,28	5,46	3,37	–	3,18	2,24	6,77	2,60
2021	0,40	0,06	1,76	1,44	–	2,25	0,86	3,28	1,20
2022	–	–	0,31	–	–	5,62	2,64	2,13	15,55
2023	–	–	–	–	–	2,12	1,33	1,33	16,01
Середнє значення	1,32	1,00	2,12	1,96	0,46	4,45	1,81	3,96	5,27
ВВП на душу населення	5	5	5	4	5	5	5	5	5

Джерело: складено на основі [15; 20–35].

тервенцій довоєнної України та рівень інтервенцій Молдови, помножений на номінальний ВВП України за 1 квартал 2024 р. у доларах. Оскільки наразі Державна служба статистики України не опублікувала фактичні дані по ВВП за 1 квартал 2024 р., був використаний ВВП за 4 квартал 2023 р., зважений на прогнозний процент зростання ВВП за даними Державної служби статистики України (розраховані значення в табл. 3).

До того ж, було проведено порівняння розрахованих показників за вищезгаданою методологією з фактичним обсягом абсолютних валютних інтервенцій за 1 квартал 2024 р. і зроблено висновки, що фактичний показник є наразі більшим за прогнозний за першим методом (середнє значення для всіх країн) у 5 разів; за другим методом (довоєнний рівень України) у 4,5 разу та у 2,5 разу більшим, ніж максимальний з усіх середніх проаналізованих країн (рівень Молдови).

Звісно, наразі рівень валютних інтервенцій України є зависоким для переходу на режим інфляційного таргетування порівняно з усіма розрахованими показниками, що обумовлено не лише поточними економічними умовами, а й специфікою економіки нашої країни, яка історично вимагала значних валютних інтервенцій для підтримки стабільності національної валюти, проте його зменшення хоча б у 2,5 разу вже зробить його сумірним з країнами зі схожою економічною ситуацією.

Важливо також звернути увагу на спрощення, які вплинули на точність вищеприведеного розрахунку допустимого рівня валютних інтервенцій для України з метою переходу на режим інфляційного таргетування. Ось кілька ключових аспектів, які слід врахувати:

- ✦ Використання обмеженої кількості країн (15 із 37, що впровадили режим інфляційного таргетування, без України). Це обу-

Таблиця 2

Відношення валютних інтервенцій до ВВП – «розвинуті» країни, %

Рік	Австралія	Чехія	Ісландія	Ізраїль	Казахстан	Нова Зеландія	Туреччина
2004	3,23	0,45	2,82	–	7,55	0,01	–
2005	3,87	0,41	2,31	–	2,31	0,01	–
2006	2,16	0,17	1,47	–	12,72	0,02	–
2007	6,68	0,55	1,40	–	9,67	1,37	–
2008	1,23	0,46	2,68	5,49	6,05	1,05	–
2009	1,76	0,63	0,91	9,20	10,75	0,47	–
2010	0,55	0,63	1,88	4,97	4,76	0,36	–
2011	1,11	0,61	0,72	1,73	7,60	0,24	–
2012	0,82	0,52	0,93	0,00	1,49	0,13	–
2013	0,59	4,79	0,77	1,79	1,85	0,07	1,84
2014	0,81	0,00	5,32	2,23	10,40	0,25	1,53
2015	1,61	5,28	11,83	2,90	7,18	0,16	2,65
2016	1,26	9,30	15,30	1,88	2,63	0,01	0,98
2017	2,09	0,71	2,56	1,85	0,39	0,00	0,91
2018	1,13	0,52	0,09	0,89	0,30	0,00	0,98
2019	2,28	0,43	0,48	0,98	0,00	0,00	0,85
2020	2,02	0,25	4,36	5,15	0,93	0,01	0,84
2021	1,47	0,32	1,74	5,77	0,25	0,00	0,75
2022	0,26	0,16	1,46	0,00	0,72	0,00	2,01
2023	0,45	0,34	1,39	–	0,00	1,59	0,00
Середнє значення	1,77	1,33	3,02	2,99	4,38	0,29	1,21
ВВП на душу населення	7	6	7	6	6	6	6

Джерело: складено на основі [15; 20–35].

Таблиця 3

Показники та значення рівнів валютних інтервенцій

Показник	Значення
Середній рівень FXI країн (6; 7), %	2,13
Середній рівень FXI країн (4; 5), %	2,14
Середній рівень FXI для України (з 2016 р. по 2022 р.), %	2,44
Максимальний середній рівень FXI, %	4,45
Середній рівень FXI для всіх досліджуваних країн	2,14
ВВП України (IV Q 2023), млн \$	52,829
ВВП України (I Q 2024), млн \$	53,463
FXI України фактичні (1 Q 2024), млн \$	5,829
FXI України прогнольні (на рівні всіх країн), млн \$	1,143
FXI України прогнольні (на довоєнному рівні), млн \$	1,303
FXI України прогнольні (на рівні максимуму з досліджуваних країн), млн \$	2,379

Джерело: складено на основі [15; 20–35].

мовлено недостатньою наявністю статистичної інформації про валютні інтервенції та складністю її збору. Для підвищення точності та надійності розрахунків доцільно розширити базу даних, включивши більше країн і довший період спостереження, що дозволить краще врахувати різноманітність економічних контекстів і стратегій.

- ✦ *Оцінка розвиненості країн на основі єдиного показника.* Використання ВВП на душу населення в доларах США як єдиного показника для вимірювання розвиненості країн є спрощенням. У майбутньому доцільно розширити перелік показників для оцінки економічного розвитку країн: наприклад, взяти до уваги індекс HDI (Індекс людського розвитку), рівень прямих іноземних інвестицій тощо.
- ✦ *Проведений аналіз має простір для більшої концентрації на періоді безпосередньо після переходу до режиму інфляційного таргетування, включно з періодами до його впровадження для підвищення статичної значущості.* Це може зменшити точність оцінки впливу режиму інфляційного таргетування на валютні інтервенції. Для отримання більш детальної інформації можна створити два окремі сети даних: один – для країн, які використовують режим інфляційного таргетування, і один – для країн, які його не використовують.
- ✦ *Використання додаткових показників для визначення значущості показника валютних інтервенцій, як-от, наприклад: зміни резервів Центрального банку порівняно з попереднім періодом, оцінювальні дані валютних інтервенцій, розроблені у вищезгаданій статті Міжнародного валютного фонду.*

ВИСНОВКИ

Дослідження, представлене в цій статті, підкреслює критичну роль валютних інтервенцій у потенційному відновленні режиму таргетування інфляції на території України. Для успішного відходу від керування обмінним курсом вкрай необхідно досягти рівня валютних інтервенцій, який відповідає нормам, що спостерігаються в країнах із упровадженим режимом таргетування інфляції. Порівняльний аналіз показує, що поточний рівень інтервенцій в Україні від 2,5 до 5 разів вищий за максимальний допустимий в умовах таргетування інфляції. Ця розбіжність пояснюється унікальним економічним тиском, з яким стикається Україна під час війни. Таким чином, зниження рівня валютних інтервенцій принаймні у 2,5 рази зможе стати ключовим кроком до відновлення режиму тарге-

тування інфляції, забезпечення довгострокової економічної стабільності, уникаючи виснаження резервів та потенційних дисбалансів в економіці.

Хоча це дослідження містить комплексну оцінку оптимального рівня валютних інтервенцій, необхідних для повернення України до режиму таргетування інфляції, воно дає простір для потенційних досліджень у вигляді розширення кількості країн, більш комплексного підходу до визначення розвиненості країн, підвищеної концентрації на аналізі зв'язку між режимом таргетування інфляції та валютними інтервенціями.

Дана стаття створює міцну основу для розуміння передумов щодо повернення України до режиму таргетування інфляції та ролі валютних інтервенцій у цьому процесі. У майбутніх дослідженнях існує простір для ще більш точного аналізу шляху НБУ до режиму таргетування інфляції в Україні. ■

БІБЛІОГРАФІЯ

1. Дослідники. *Національний банк України*. URL: <https://bank.gov.ua/ua/research/research?page=1&perPage=5&surname=>
2. Geršl A., Dadashova P., Bazhenova Y. et al. A Heate map for Monitoring Systemic Financial Stability Risks in Ukraine. *Visnyk of the National Bank of Ukraine*. 2022. Iss. 253. P. 27–46. DOI: <https://doi.org/10.26531/vnbu2022.253.02>
3. Козюк В. В. Повоєнне таргетування інфляції: ключові виклики. *Економіка України*. 2022. № 10. С. 15–34. DOI: <https://doi.org/10.15407/econo myukr.2022.10.015>
4. Ukraine. Rapid Damage and Needs Assessment. February 2022 – February 2023. *World Bank*. 2023. URL: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/099184503212328877/pdf/P1801740d1177f-03c0ab180057556615497.pdf>
5. Bernanke B. S. Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy? *Journal of Economic Perspectives*. 1997. Vol. 11. No. 2. P. 97–116. DOI: 10.1257/jep.11.2.97
6. Зануда А. Економіка-2014: не так сталося, як гадалося. *BBC NEWS Україна*. 30.12.2014. URL: <http://surl.li/cruyht>
7. Режим інфляційного таргетування. *Національний банк України*. URL: <https://bank.gov.ua/ua/monetary/about/inflationtargeting>
8. Дорожня карта Національного банку України з переходу до інфляційного таргетування (IT). *Національний банк України*. 2016. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/IT_nbu_pr_2016-03-16.pdf?v=7
9. Постанова Правління Національного банку України «Про Основні засади грошово-кредитної політики на 2016–2020 роки» від 18.08.2015 р.

- № 541. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0541500-15#Text>
10. Індекс інфляції в Україні 2024. *Мінфін*. URL: <https://index.minfin.com.ua/ua/economy/index/inflation/>
 11. Річний звіт 2017. *Національний банк України*. 2017. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/NBU_Report_2017.pdf
 12. Інфляційний звіт. Січень 2021 року. *Національний банк України*. 2021. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/IR_2021-Q1.pdf?v=7
 13. Облікова ставка Національного банку. *Національний банк України*. URL: <https://bank.gov.ua/ua/monetary/archive-rish>
 14. Валютне регулювання та курсова політика в період війни та після перемоги. *Національний банк України*. Жовтень 2022. URL: <http://surl.li/aldfsk>
 15. Валютні інтервенції НБУ. *Національний банк України*. URL: <https://bank.gov.ua/ua/markets/currency-interventions?startDate=01.02.2022&endDate=30.09.2024>
 16. Інфляційний звіт. Липень 2024. *Національний банк України*. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/IR_2024-Q3.pdf?v=7
 17. Стратегія пом'якшення валютних обмежень, переходу до більшої гнучкості обмінного курсу та повернення до інфляційного таргетування. *Національний банк України*. 2023. URL: <https://bank.gov.ua/ua/files/RoyFIQaSmKIWScQ>
 18. НБУ впроваджує керовану гнучкість обмінного курсу, що посилить стійкість валютного ринку та економіки. *Національний банк України*. 02.10.2023. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/nbu-vprovadjuje-kerovanu-gnuchkist-obminnogo-kursu-scho-posilit-stiykist-valyutnogo-rinku-ta-ekonomiki>
 19. Adler G., Chang K. S., Mano R. C., Shao Y. Foreign Exchange Intervention: A Dataset of Public Data and Proxies. *International Monetary Fund Working Papers*. 2021. No. 047. DOI: <https://doi.org/10.5089/9781513566672.001>
 20. Statistical Tables. *Reserve Bank of Australia*. URL: <https://www.rba.gov.au/statistics/tables/>
 21. International reserves. *Banco Central do Brasil*. URL: <https://www.bcb.gov.br/en/financialstability/internationalreserves>
 22. Market Monitoring and Reporting. *Central Bank of Colombia*. URL: <https://www.banrep.gov.co/en/monetary-exchange-policies/market-monitoring-reporting>
 23. CNB Foreign Exchange Trading. *Czech National Bank*. URL: <https://www.cnb.cz/en/financial-markets/foreign-exchange-market/cnb-foreign-exchange-trading/index.html>
 24. Statistics Data. *National Bank of Georgia*. URL: <https://nbg.gov.ge/en/statistics/statistics-data>
 25. Databank. *Central Bank of Iceland*. URL: <https://databank.is/report/inflation?from=2023-01-01&to=2024-02-28&select=2,2093&view=chart>
 26. Weekly Statistical Supplement. *The Reserve Bank of India*. URL: <https://www.rbi.org.in/Scripts/WSS-ViewDetail.aspx?TYPE=Section&PARAM1=2>
 27. Bank of Israel's Foreign Exchange Reserves. *Bank of Israel*. URL: <https://www.boi.org.il/en/economic-roles/statistics/foreign-exchange-market/bank-of-israel-s-foreign-exchange-reserves/>
 28. Міжнародні резерви та ліквідність в іноземній валюті. *Національний банк Казахстану*. URL: <https://www.nationalbank.kz/ru/news/rezervy-v-inostrannoy-valyute>
 29. Balances and flows of the international assets of the Bank of Mexico. *Bank of Mexico*. URL: <https://www.banxico.org.mx/SielInternet/consultarDirectorioInternetAction.do?sector=4&accion=consultarCuadro&idCuadro=CF169&locale=es>
 30. NBM activity on the foreign exchange market (operations reflected according to the date of the transaction). *National Bank of Moldova*. URL: <https://www.bnm.md/bdi/pages/reports/dovre/DOVRE2.xhtml>
 31. Foreign currency assets and liabilities. *Reserve Bank of New Zealand*. URL: <https://www.rbnz.govt.nz/statistics/series/reserve-bank/our-foreign-currency-assets-and-liabilities>
 32. Database. *CEIC*. URL: <https://www.ceicdata.com/en>
 33. Operaciones cambiarias BCRP (millones US\$). *Banco Central de Reserva del Perú*. URL: <https://estadisticas.bcrp.gob.pe/estadisticas/series/diarias/resultados/PD04658MD/html>
 34. Monthly Foreign Exchange Buying Amounts (Million USD). *The Central Bank of the Republic of Turkey*. URL: <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/a57592ac-61d2-406f-bd07-353a09962a80/Monthly+Buying+and+Selling+Amounts.pdf?MOD=AJPERES&CV>
 35. Informativo Diario de Variables Monetarias y Financieras. *Banco Central del Paraguay*. URL: <https://www.bcp.gov.py/informativo-diario-de-variables-monetarias-y-financieras-i369>

REFERENCES

- Adler, G. et al. "Foreign Exchange Intervention: A Dataset of Public Data and Proxies". *International Monetary Fund Working Papers*, no. 047 (2021). DOI: <https://doi.org/10.5089/9781513566672.001>
- "Balances and flows of the international assets of the Bank of Mexico". *Bank of Mexico*. <https://www.banxico.org.mx/SielInternet/consultarDirectorioInternetAction.do?sector=4&accion=consultarCuadro&idCuadro=CF169&locale=es>
- "Bank of Israel's Foreign Exchange Reserves". *Bank of Israel*. <https://www.boi.org.il/en/economic-roles/statistics/foreign-exchange-market/bank-of-israel-s-foreign-exchange-reserves/>
- Bernanke, B. S. "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?" *Journal of Economic Perspectives*, vol. 11, no. 2 (1997): 97-116. DOI: 10.1257/jep.11.2.97
- "CNB Foreign Exchange Trading". *Czech National Bank*. <https://www.cnb.cz/en/financial-markets/foreign->

- exchange-market/cnb-foreign-exchange-trading/index.html
- "Databank". *Central Bank of Iceland*. <https://databank.is/report/inflation?from=2023-01-01&to=2024-02-28&select=2,2093&view=chart>
- "Database". *CEIC*. <https://www.ceicdata.com/en>
- "Dorozhnia karta Natsionalnoho banku Ukrainy z perekhodu do inflatsiinoho tarhetuvannia (IT)" [Roadmap of the National Bank of Ukraine for the Transition to Inflation Targeting (IT)]. *Natsionalnyi bank Ukrainy*. 2016. https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/IT_nbu_pr_2016-03-16.pdf?v=7
- "Doslidnyky" [Researchers]. *Natsionalnyi bank Ukrainy*. <https://bank.gov.ua/ua/research/research?page=1&perPage=5&surname=>
- "Foreign currency assets and liabilities". *Reserve Bank of New Zealand*. <https://www.rbnz.govt.nz/statistics/series/reserve-bank/our-foreign-currency-assets-and-liabilities>
- Gersl, A. et al. "A Heatmap for Monitoring Systemic Financial Stability Risks in Ukraine". *Visnyk of the National Bank of Ukraine*, no. 253 (2022): 27-46. DOI: <https://doi.org/10.26531/vnbu2022.253.02>
- "Inflatsiinyi zvit. Sichyn 2021 roku" [Inflation Report. January 2021]. *Natsionalnyi bank Ukrainy*. 2021. https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/IR_2021-Q1.pdf?v=7
- "International reserves". *Banco Central do Brasil*. <https://www.bcb.gov.br/en/financialstability/internationalreserves>
- "Indeks inflatsii v Ukraini 2024" [Inflation Index in Ukraine 2024]. *Minfin*. <https://index.minfin.com.ua/ua/economy/index/inflation/>
- "Informativo Diario de Variables Monetarias y Financieras". *Banco Central del Paraguay*. <https://www.bcp.gov.py/informativo-diario-de-variables-monetarias-y-financieras-i369>
- "Inflatsiinyi zvit. Lypen 2024" [Inflation Report. July 2024]. *Natsionalnyi bank Ukrainy*. https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/IR_2024-Q3.pdf?v=7
- Koziuk, V. V. "Povoiennie tarhetuvannia inflatsii: kliuchovi vyklyky" [Post-War Inflation Targeting: Key Challenges]. *Ekonomika Ukrainy*, no. 10 (2022): 15-34. DOI: https://doi.org/10.15407/econo_myukr.2022.10.015
- [Legal Act of Ukraine] (2015). <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0541500-15#Text>
- "Market Monitoring and Reporting". *Central Bank of Colombia*. <https://www.banrep.gov.co/en/monetary-exchange-policies/market-monitoring-reporting>
- "Mizhnarodni rezervy ta likvidnist v inozemni valiuti" [International Reserves and Liquidity in Foreign Currency]. *Natsionalnyi bank Kazakhstanu*. <https://www.nationalbank.kz/ru/news/rezervy-v-inostranoy-valyute>
- "Monthly Foreign Exchange Buying Amounts (Million USD)". *The Central Bank of the Republic of Turkey*. <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/a57592ac-61d2-406f-bd07-353a09962a80/Monthly+Buying+and+Selling+Amounts.pdf?MOD=AJPERES&CV>
- "NBM activity on the foreign exchange market (operations reflected according to the date of the transaction)". *National Bank of Moldova*. <https://www.bnm.md/bdi/pages/reports/dovre/DOVRE2.xhtml>
- "NBU vprovadzhuie kerovanu hnuchkist obminnoho kursu, shcho posylyt stiikist valiutnoho rynku ta ekonomiky" [The NBU Is Implementing Managed Exchange Rate Flexibility, Which Will Strengthen the Stability of the Foreign Exchange Market and the Economy]. *Natsionalnyi bank Ukrainy*. October 02, 2023. <https://bank.gov.ua/ua/news/all/nbu-vprovadjuje-kerovanu-gnuchkist-obminnogo-kursu-scho-posilyt-stiikist-valiutnogo-rynku-ta-ekonomiky>
- "Oblikova stavka Natsionalnoho banku" [The Accounting Rate of the National Bank]. *Natsionalnyi bank Ukrainy*. <https://bank.gov.ua/ua/monetary/archive-rish>
- "Operaciones cambiarias BCRP (millones US\$)". *Banco Central de Reserva del Peru*. <https://estadisticas.bcrp.gob.pe/estadisticas/series/diarias/resultados/PD04658MD/html>
- "Rezhym inflatsiinoho tarhetuvannia" [Inflation Targeting Regime]. *Natsionalnyi bank Ukrainy*. <https://bank.gov.ua/ua/monetary/about/inflationtargeting>
- "Richnyi zvit 2017" [Annual Report 2017]. *Natsionalnyi bank Ukrainy*. 2017. https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/NBU_Report_2017.pdf
- "Statistical Tables". *Reserve Bank of Australia*. <https://www.rba.gov.au/statistics/tables/>
- "Statistics Data". *National Bank of Georgia*. <https://nbg.gov.ge/en/statistics/statistics-data>
- "Stratehiiia pomiakshennia valiutnykh obmezhen, perekhodu do bilshoi hnuchkosti obminnoho kursu ta povernennia do inflatsiinoho tarhetuvannia" [The Strategy of Easing Currency Restrictions, Transitioning to Greater Exchange Rate Flexibility and Returning to Inflation Targeting]. *Natsionalnyi bank Ukrainy*. 2023. <https://bank.gov.ua/ua/files/RoyFIQaSmKIWScQ>
- "Ukraine. Rapid Damage and Needs Assessment. February 2022 – February 2023". *World Bank*. 2023. <https://documents1.worldbank.org/curated/en/099184503212328877/pdf/P1801740d1177f-03c0ab180057556615497.pdf>
- "Valiutne rehuliuivannia ta kursova polityka v period viiny ta pislia peremohy" [Currency Regulation and Exchange Rate Policy During the War and After Victory]. *Natsionalnyi bank Ukrainy*. October 2022. <http://surl.li/aldfsk>
- "Valiutni interventsii NBU" [Currency Interventions of the NBU]. *Natsionalnyi bank Ukrainy*. <https://bank.gov.ua/ua/markets/currency-interventions?startDate=01.02.2022&endDate=30.09.2024>
- "Weekly Statistical Supplement". *The Reserve Bank of India*. <https://www.rbi.org.in/Scripts/WSSViewDetail.aspx?TYPE=Section&PARAM1=2>
- Zanuda, A. "Ekonomika-2014: ne tak stalosia, yak hadalosia" [Economy-2014: It Did Not Happen as Expected]. *BBC NEWS Ukraina*. December 30, 2014. <http://surl.li/cruyht>

Науковий керівник – Тимошенко А. О., проректор з фінансово-економічних питань, доктор економічних наук, доцент Європейського університету (Київ)