

**В. В. Козюк**

доктор економічних наук, професор, завідувач кафедри економічної теорії Тернопільського національного економічного університету, член Ради Національного банку України, Тернопіль, Україна, victorkozyuk@ukr.net  
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-5715-2983>

**МОНЕТАРНА АВТОНОМІЯ ТА ЦІНОВА СТАБІЛЬНІСТЬ  
У СИРОВИННИХ ЕКОНОМІКАХ**

**Анотація.** У статті на прикладі сировинних економік показано, що вибір у рамках трилеми здійснюється на підставі того, який монетарний режим краще забезпечує цінову стабільність, з урахуванням потенційного профілю шоків та політико-інституціональної здатності пристосовуватись до них. Емпірично виявлено, що цінова стабільність нелінійно корелює з рівнем монетарної автономії, а низька курсова волатильність не є гарантією нижчої інфляції та її меншої варіативності. Регресійний аналіз факторів впливу на рівень монетарної автономії продемонстрував, що тривалість інфляційного таргетування та фінансова глибина перебувають в оберненому зв'язку з відповідним індексом, а такі фактори, як структура експорту й економічна складність, не є значимими. Це підтверджує точку зору, що сировинні економіки неоднорідні. Цінова стабільність здебільшого досягається в умовах, коли поєднуються інфляційне таргетування й відповідний політичний режим та інституціональна зрілість, що уможливають курсову гнучкість і сприяють фінансовому розвитку. Намагання підтримувати гібридний вибір у рамках трилеми вимагає нагромадження значних зовнішніх активів із контрциклічною метою, що потребує відповідного політичного режиму контролю за розподілом сировинної ренти.

**Ключові слова:** вибір у рамках трилеми, цінова стабільність, таргетування інфляції, сировинні економіки, фінансовий розвиток.

**Табл. 3. Літ. 38.**

**Viktor Kozziuk**

Dr. Sc. (Economics), Professor, Ternopil National Economic University, Member of the Council of the National Bank of Ukraine, Ternopil, Ukraine, victorkozyuk@ukr.net  
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-5715-2983>

**MONETARY AUTONOMY AND PRICE STABILITY IN COMMODITY  
ECONOMIES**

**Abstract.** A trilemma problem has been the focus of global monetary economics debates recently. Many countries try to adjust they policy to financial integration challenges and follow the logic of the hybrid trillema choice. Commodity-rich countries are a specific group because of vulnerability to terms of trade and capital flows shocks, thus their monetary regimes are subject to external-pressure testing. This paper invstigates how monetary autonomy, as well as exchange rate volatility, may affect price stability in resource-abundant countries and which structural factors determine the level of the monetary autonomy index. Based on example of commodity-rich economies, it is shown that the trilemma choice is made taking into account how monetary policy regime may work out the best price stability result, with limitations of potential shocks profile, as well as political and institutional capability to shocks adjustments. It's empirically found that price stability is in non-linear relation with the level of monetary autonomy. Also low exchange rate volatility is not a guaranty for low and less variable inflation. Multiple

© Козюк В. В., 2018

regressions show that the duration of inflation targeting and financial depth are in inverse relationship with the corresponding index, and such factors as the export structure and economic complexity are not significant. Some non-linear relations between price stability and trilemma indexes also support the idea that resource-rich countries are not homogenous. Price stability is maintained best when inflation targeting and the corresponding political regime and institutional maturity are combined, allowing exchange rate flexibility and contributing to financial development. The hybrid trilemma choice requires large external assets hoarding for the counter-cyclical purpose, but this should be supported by a relevant political regime of control over the commodity rent distribution.

**Keywords:** trilemma choice, price stability, inflation targeting, commodity economies, financial development.

**JEL classification:** E58, E59, O23, Q33.

### **В. В. Козюк**

доктор экономических наук, профессор, заведующий кафедрой экономической теории Тернопольского национального экономического университета, член Совета Национального банка Украины, Тернополь, Украина

## **МОНЕТАРНАЯ АВТОНОМИЯ И ЦЕНОВАЯ СТАБИЛЬНОСТЬ В СЫРЬЕВЫХ ЭКОНОМИКАХ**

**Аннотация.** В статье на примере сырьевых экономик показано, что выбор в рамках трилеммы осуществляется на основании того, какой монетарный режим лучше обеспечивает ценовую стабильность, с учетом потенциального профиля шоков и политико-институциональной способности приспосабливаться к ним. Эмпирически установлено, что ценовая стабильность нелинейно коррелирует с уровнем монетарной автономии, а низкая курсовая волатильность не является гарантией низкой инфляции и ее меньшей вариативности. Регрессионный анализ факторов влияния на уровень монетарной автономии показал, что продолжительность инфляционного таргетирования и финансовая глубина находятся в обратной связи с соответствующим индексом, а такие факторы, как структура экспорта и экономическая сложность, не являются значимыми. Это подтверждает точку зрения, что сырьевые экономики неоднородны. Ценовая стабильность в основном достигается в условиях, когда сочетаются инфляционное таргетирование и соответствующий политический режим и институциональная зрелость, которые делают возможной курсовую гибкость и способствуют финансовому развитию. Стремление поддерживать гибридный выбор в рамках трилеммы требует накопления значительных внешних активов с контрциклической целью, что требует соответствующего политического режима контроля за распределением сырьевой ренты.

**Ключевые слова:** выбор в рамках трилеммы, ценовая стабильность, таргетирование инфляции, сырьевые экономики, финансовое развитие.

Процеси лібералізації потоків капіталу в 1980–1990-х роках, з якими асоціюється відновлення процесів глобальної інтеграції, активізували дискусії про оптимальний монетарний режим у світі зі зростаючою мобільністю капіталів. Ряд криз у країнах із ринками, що формуються, чітко засвідчив, що конфлікт між цілями щодо інфляційної та курсової стабільності може мати руйнівні наслідки. Втім, як до, так і після глобальної фінансової кризи фактичної поляризації монетарних режимів (за критерієм режиму

обмінного курсу) не відбулося. Це поставило питання про те, чи справді так звана трилема макроекономічних цілей у відкритій економіці є життєспроможним теоретичним поглядом на глобальну монетарну економіку і як співвідноситься монетарна автономія (в категоріях трилеми – це здатність встановлювати процентні ставки відповідно до пріоритетів внутрішньої рівноваги, тобто спроможність центробанку реагувати на інфляцію та ВВП-розрив, не беручи до уваги потоки капіталу, платіжний баланс та валютний курс у чистому вигляді) з процесом нагромадження валютних резервів у масштабах, які вже на початок 2000-х перевершили традиційні метрики в ряді країн.

Абстрагуючись від дискусій про мотиви гіпертрофії валютних резервів у країнах із ринками, які формуються, можна констатувати, що останні дослідження чітко вказують на можливість істотного обмеження “жорстких рамок” трилеми завдяки значним зовнішнім активам. Валютні резерви дають змогу країнам реалізовувати так звані гібридні монетарні режими: з дозволеною фінансовою інтеграцією, керованими обмінними курсами й необхідним рівнем монетарної автономії.

У контексті функціонування сировинних економік питання монетарної автономії має неоднозначний вигляд з огляду на кілька моментів. Амплітуда коливань сировинних цін розширилась. Підвищувальний ціновий тренд триває вже майже 20 років. Як зниження, так і підвищення сировинних цін загрожують макрофінансовій стабільності. Нагромадження резервів багатими на ресурси країнами є доволі відомим феноменом, однак масштаби акумулювання зовнішніх активів суттєво різняться залежно від типу ресурсу, що постачається на експорт, а також від монетарного режиму в тій чи іншій країні. Між сировинними цінами, нагромадженням резервів і потоками капіталів існує петля зворотного зв'язку, яка спирається на поведінку глобальної ліквідності. З цих міркувань питання монетарної автономії в сировинних економіках становить особливий інтерес. Схильність таких країн до режимів обмінних курсів з обмеженою гнучкістю не повинна гарантувати високу монетарну автономію, так само як і значна фінансова інтеграція окремих із них має позначатись на здатності контролювати інфляцію в умовах, коли процентні ставки корельовані ставками в глобальних монетарних центрах. Аналогічно важливим є розуміння, які структурні фактори зумовлюють вибір у межах трилеми, наслідком якого буде певний рівень монетарної автономії.

Огляд літератури з цього питання можна сфокусувати на кількох аспектах. По-перше, це дискусії довкола проблеми трилеми. По-друге, концептуальні особливості вибору монетарних режимів у сировинних економіках. По-третє, структурна неоднорідність багатих на ресурси країн, яка ретранслюється на відмінності в мікс-політиці та в багатьох випадках є віддзеркаленням відмінностей у характері політичних режимів.

Дослідження, що активізувалися після Азійської кризи, здебільшого концентрувалися на питаннях поляризації монетарних режимів. Такий по-

гляд був зумовлений необхідністю визначення нового формату монетарної політики в середовищі зростаючої мобільності капіталів. Теоретична систематизація та емпіричне підтвердження проблеми трилеми на довгострокових історичних даних мали фундаменталізувати погляд на глобальну монетарну економіку як таку, що залишає відносно обмежені рамки вибору на національному рівні. Іншими словами, перші теоретичні розвідки чітко показали, що монетарна автономія ймовірна або за фінансової інтеграції і плаваючих курсів, або за фіксованих курсів та обмежень на потоки капіталу [1; 2]. Однак, досвід так званого страху перед плаванням і нагромадження валютних резервів у 2000-х роках вплинули на уточнення початкових вихідних позицій. Дж. Айзенман, М. Чінн та Х. Іто розробили емпіричний підхід до оцінки того, як позиціонується країна в координатах трилеми. Вони запропонували обрахунок індексу монетарної автономії, який визначає ступінь корельованості процентних ставок у країні  $i$  з процентними ставками за однією з резервних валют залежно від участі такої країни в тому чи іншому валютному блоці, індексу гнучкості валютного курсу (вимірює фактичну волатильність курсу валюти країни  $i$  щодо резервної валюти), а також індекс фінансової відкритості – нормалізований варіант відомого індексу Чінн – Іто. Вони продемонстрували наявність певних змін у виборі понад 160 країн за тривалий період часу, які вказують на те, що: значення гнучких курсів підвищилось, але не стало домінуючим; велика частка країн додержується проміжних монетарних режимів, але обмеження трилеми все-таки існують [3]. Крім того, було показано, що нагромадження валютних резервів корелює зі здатністю країн підтримувати гібридні монетарні режими, тим самим послаблюючи жорсткі обмеження, котрі накладають трилема й монетарний вибір у відкритій економіці. Основна причина цього полягає в тому, що країни прагнуть досягати також і цілей щодо фінансової стабільності, а тому існує квадрилема. Однак валютні резерви – це не єдиний спосіб обмежити вразливість країн до потоків капіталу. Поширення макропруденційних практик здатне послабити вплив потоків капіталу на монетарну автономію, що дасть можливість обходитись меншим обсягом резервів чи доповнювати їх функціонал у сфері макрофінансової стабільності [4–7].

Водночас сьогодні можна чітко констатувати зміну характеру дискусій. Х. Рей запропонувала гіпотезу “глобального фінансового циклу”, згідно з якою кореляція ставлення до ризику в розрізі країн робить потоки капіталу нечутливими до режиму обмінних курсів. Якщо цикли потоків капіталу, леввериджу та ставлення до ризику є глобально-центричними і в однаковий спосіб (хоч і з різною силою) впливають на більшість країн, трилема є дилемою. Вихід за межі впливу з боку глобального фінансового циклу перебуває в площині не режимів валютного курсу, а запровадження обмежень на рух капіталів [8; 9].

У світлі гіпотези глобального фінансового циклу аналіз проблеми трилеми змістився в площину тестування чутливості монетарних і фінансових умов у країнах до таких умов у глобальних фінансових центрах та виявлен-

ня ролі режиму валютних курсів у цьому. Те саме стосується виявлення впливу глобальних фінансових кондицій на потоки капіталу в приймаючій країні. Попри різні методики аналізу більшість дослідників сходиться на думці, що фактор трилеми залишається актуальним [10–12]. Разом із тим привертає увагу той факт, що ступінь монетарної автономії не розглядається як критерій успішності монетарної політики у досягненні інфляційних цілей. Здебільшого аналізується зв'язок між рівнем монетарної автономії / волатильністю обмінних курсів і параметрами макроекономічної стабільності<sup>1</sup>. Іншими словами, здатність центробанку досягати цілей щодо інфляції в рамках заданого вибору в координатах трилеми компенсується іншими процесами: стосовно чи то поведінки реальних обмінних курсів, валютних резервів, чи то ширших макрофінансових процесів.

Ракурс сировинних економік у контексті трилеми є цікавим із міркувань дискусій про оптимальний монетарний режим для країн, украй чутливих до шоків умов торгівлі (у традиційній інтерпретації), а також вразливих до синхронізації шоків умов торгівлі й потоків капіталу (у макрофінансовій інтерпретації). Починаючи від пропозицій щодо монетарних інструментів запобігання “голландській хворобі” (центробанк повинен згладжувати коливання обмінного курсу, тобто контрциклічну реакцію на шок умов торгівлі мають перебрати на себе валютні резерви) [13; 14], ситуація в плані теорії суттєво не змінилась. Плаваючий курс продовжує розглядатись як важливий контрциклічний інструмент. Його роль навіть стає ще більшою, з огляду на синхронність у поведінці сировинних цін та потоків капіталу. Проте емпіричні дослідження є відносно однозначними щодо прямої залежності між сировинним багатством і схильністю відповідних країн до фіксованого курсу [15; 16]. Водночас, здатність підтримувати фіксовані курси в сировинних економіках спирається на кілька принципових моментів. Зокрема, фіскальна політика повинна виконувати контрциклічну функцію, тому роль фіскальних буферів (фондів суверенного багатства) є не меншою, ніж валютних резервів, а можливо, й більшою, з огляду на дилему вибору між ступенями підвищення соціального добробуту в умовах невизначеності щодо тривалості й персистентності тренду сировинних цін. Крім того, фіскальна політика в сировинних економіках є дуже вразливою до характеру політичного режиму та якості інститутів. Сировинна рента здатна істотно спотворити поведінку ключових соціальних акторів, наслідком чого буде проведення безвідповідальної фіскальної політики, несумісної з міжчасовою зовнішньою стійкістю країни безвідносно до того, якою є кон'юнктура сировинних цін (“ефект ненажерливості”) [17].

Традиційне протиставлення “плаваючі vs фіксовані курси” також набуває особливого забарвлення у світлі того, що ряд багатих на ресурси економік є таргетерами інфляції. Причому мотивація до запровадження інфля-

<sup>1</sup> Подібне дослідження адресовано азіяським країнам. Основний висновок зводиться до того, що монетарна автономія не завжди кореспондує з нижчою інфляцією, на відміну від менш гнучких курсів, але останні негативно впливають на величину варіації ВВП (див.: [6]).

ційного таргетування спирається на необхідність посилення контрциклічної спрямованості макроекономічної політики безвідносно до того, якою є структура експорту [18]. А коли сировина на експорт також споживається всередині країни, шок умов торгівлі є ні чим іншим, як шоком пропозиції. Це змінює модальність дискусій про реакцію на шок, оскільки стримування інфляційних очікувань та довіра до центробанку виходять на перший план поза зв'язком із фактом сировинного багатства [19; 20].

З огляду на емпіричні свідчення гетерогенності сировинних економік із міркувань монетарних режимів (наприклад, серед багатих на енергоносії країн Норвегія, Росія, Казахстан є таргетерами інфляції, а переважна більшість арабських держав – послідовними прихильниками фіксованих курсів), виникає питання про політико-інституціональні детермінанти відмінностей, що визначають засади мікс-політики. Можна стверджувати, що вибір на користь конкретного монетарного режиму імпліцитно враховує те, чи буде контрциклічною фіскальна політика, чи існує адекватне політичне середовище для коаліційних переговорів, які б допускали контрциклічні фіскальні реакції. Те саме стосується проблеми ролі незалежності центробанку в політико-інституціональних координатах суспільства. Роль фінансових ринків як компенсаторів шоків також важлива. Гнучкіші курси краще працюють, коли фінансові ринки є глибшими [21; 22], але досягнення фінансової глибини не можливе без певного рівня якості інститутів та макроекономічної дисципліни [23–25]. Саме в цьому контексті питання політичних режимів виходить на перший план, адже ресурсна рента впливає на поведінку соціальних акторів [26; 27]. Схильність багатих на ресурси країн підтримувати автократичні режими, так само як і те, що ресурсна рента може зробити демократію вкрай слабкою, є відправною точкою в аналізі неоднорідності сировинних економік. Зокрема, й автократії, і демократії у багатих на ресурси країнах не є однорідними з міркувань незалежності центробанків, макроекономічної стабільності, способів її досягнення та відповідних принципів, на які спирається політика макрофінансової стабільності, включаючи роль макропруденційних інструментів як способу послаблення конфлікту між ціновою, курсовою та фінансовою стабільністю [28–30].

Хоч інституціональна мозаїка багатих на ресурси країн з різними макроекономічними ефектами поведінки сировинних цін доволі добре вивчена, залишається простір для ряду дослідницьких питань. Мета статті – з'ясувати, чи впливає рівень монетарної автономії в таких країнах на здатність до підтримання цінової стабільності; ідентифікувати зв'язки між параметрами цінової стабільності та індексами монетарної автономії і курсової волатильності; довести або спростувати припущення, згідно з яким структурні характеристики країн можуть справляти вплив на ступінь монетарної автономії в розумінні, що така величина є підсумком / складовою вибору щодо режиму обмінного курсу та фінансової інтеграції.

Питання зв'язку між кількісними параметрами позиціонування країни в рамках трилеми й параметрами цінової стабільності (рівень інфляції та її

стандартне відхилення) саме по собі є дискусійним. З одного боку, в рамках традиції монетарного аналізу фіксованих курсів (чи курсів з обмеженою гнучкістю) прийнято вважати, що вони здебільшого є контрінфляційними. Це означає, що між обмеженою курсовою гнучкістю та ціновою стабільністю має простежуватись очевидний зв'язок. У світлі проблеми трилеми це означає, що країна, намагаючись забезпечити цінову стабільність через обмеження курсових коливань, повинна прийняти рішення або щодо втрати монетарної автономії, або стосовно обмеження потоків капіталу. З другого боку, в довгостроковій перспективі фіксовані курси вразливі до валютних криз, а тому не можуть розглядатись як фактори цінової стабільності, з огляду на реакцію інфляції на пікові девальвації. Так само фіксовані курси є вразливими до політико-економічної проблеми пристосування до шоку умов торгівлі. Отже, якщо не існує жорстких інституціональних бар'єрів на м'яку макроекономічну політику, стабілізаційна реакція на шок здебільшого буде антагоністичною відносно режиму фіксованого курсу. Більшість валютних криз демонструють вразливість економіки не стільки до негнучкої монетарної політики за фіксованого курсу, скільки до слабкої економічної політики, яка є наслідком нездатності сформувані політико-інституціональний компроміс щодо процесу макроекономічної та структурної адаптації.

У контексті сировинних економік це є принципово важливим. Значні амплітуди коливань сировинних цін можуть суперечити політиці фіксованого курсу, коли не існує адекватних контрциклічних фіскальних буферів, достатніх валютних резервів чи розвинутих фінансових ринків, котрі здатні компенсувати шок. Якість інститутів чи політичний режим відіграють у цьому плані принципову роль, оскільки саме від них залежить те, наскільки сировинна рента не марнується "хижацьким урядом" (*predatory government*) або змагальним популізмом слабких демократій, а трансформується в елемент суспільного багатства через оптимальне поєднання контрциклічних буферів та соціального добробуту.

Аналогічно цю проблему можна адресувати країнам, котрі обирають цінову стабільність як орієнтир макроекономічної політики і, природно, допускають певну гнучкість обмінного курсу. В контексті трилеми це означає, що країна повинна досягти певного рівня монетарної автономії за гнучкішого курсу з релевантним рівнем фінансової відкритості. Однак відповідь на запитання, чи сама по собі монетарна автономія є фактором додержання цінової стабільності, також несе теоретичне навантаження. З одного боку, монетарна автономія дає змогу краще сфокусуватись на цілях щодо цінової стабільності, позаяк обмінний курс та потоки капіталу краще ізолюють економіку від шоків. З другого боку, в умовах чутливості внутрішньої інфляції до змін обмінного курсу дотримання цінової стабільності потребує певного оптимального поєднання дозованої курсової гнучкості й обмежень на рух капіталів із нагромадженням валютних резервів. А це, у свою чергу, означає, що валютний курс не повною мірою ізолює країну від шоків, а тому монетарна автономія не максимізується.

У світлі гіпотези про глобальний фінансовий цикл ситуація є ще складнішою. Рівень монетарної автономії може бути низьким навіть за плаваючого курсу. Але здатність контролювати інфляцію від цього може не послаблюватись, а посилюватись, оскільки в таких умовах країна зазнає потужного “дисциплінуючого” впливу потоків капіталу. Канали глобальної інтеграції також можуть відігравати позитивну роль. Сукупність взаємно відкритих економік зі спільними пріоритетами щодо цінової стабільності можуть мати одразу і цінову стабільність, і низький рівень монетарної автономії, оскільки на них більшою мірою впливає спільний фактор фази глобального циклу. Такий фактор здатен послаблювати роль валютного курсу, позаяк потоки капіталу будуть вкрай чутливі навіть до незначних змін у процентних ставках.

Ці нюанси важливі для економік, багатих на ресурси, які віддають перевагу гнучким курсам і, наприклад, є таргетерами інфляції. Можна припустити, що величина монетарної автономії буде чутливою до кількісного значення ефекту переносу (*pass-through*), тому цінова стабільність досягатиметься в широкому діапазоні кількісного виміру вказаної автономії. Але, крім того, це повинне означати, що країна або може згладжувати коливання обмінного курсу в разі потреби, або характеризується розвинутою фінансовою системою, яка здатна перебирати на себе частину процесу пристосування до шоку. В обох випадках необхідні достатня якість інститутів і відповідний політичний режим, консистентні з процесом фінансового розвитку та/або нагромадження резервів.

З емпіричної точки зору наслідки для цінової стабільності з боку вибору в рамках трилеми аналізуються через виявлення впливу відповідних індексів монетарної автономії / курсової волатильності на поведінку інфляції. Для азійських країн, наприклад, цінова стабільність краще корелює з менш волатильними курсами, але останні не компенсують більшої волатильності ВВП [6]. Для Болгарії характерна протилежна ситуація. Стабільність курсу позитивно впливає на економічне зростання в доларовому вимірі, але жоден з індексів (монетарної автономії, курсової волатильності, фінансової відкритості) не має чіткого зв'язку з ціновою стабільністю [31]. Водночас фактична незалежність центробанку також має значення. З одного боку, вона уможливає “ефективний вибір” в рамках трилеми, з другого – справляє вплив на зниження інфляції та покращує ситуацію довкола економічного зростання безпосередньо, тобто поза тим, як робиться вибір у рамках трилеми [32]. Із цього випливає, що вибір монетарного режиму та його інституціонального оформлення може стати важливішим критерієм ефективності досягнення цінової стабільності, тоді як відповідний вибір у рамках трилеми означатиме те, як країна готова пристосовуватись до шоків, профіль і величина яких обумовлюються режимом валютного курсу та потоків капіталу. Проте з емпіричної точки зору існує відмінність між тим, як монетарна автономія досягається в ситуаціях проміжних виборів (дозована фінансова відкритість та обмежена курсова гнучкість). У світлі глобальної фінансової інтеграції, наслідком якої є посилення кореляції процентних ставок, част-



ковий контроль потоків капіталу демонструє нижчу ефективність, порівняно навіть із середньою курсовою гнучкістю за період<sup>1</sup>.

Аспект сировинних економік важливий у цьому контексті з міркувань того, що вони не є однорідними в плані фінансової відкритості. Одні з них демонструють доволі високий її рівень. Це можна пояснити, відштовхуючись від необхідності підтримання внутрішнього макроекономічного балансу, завдяки чому накопичення зовнішніх позицій послаблюватиме тиск на сукупний попит через вплив капіталу. Інші демонструють жорсткі обмеження на потоки капіталів. Але в цьому випадку зазвичай це країни, для яких такі обмеження виконують захисну функцію, оскільки вони неспроможні підтримувати макроекономічну стабільність через вразливість до політико-інституціональних проблем [30]. Тобто як тільки країна стикається з високою залежністю внутрішньої макроекономічної стабільності від обмінного курсу, але не може підтримувати його фіксацію на тривалий період (або подібна політика не користується довірою), запровадження обмежень на рух капіталів буде найпростішим способом уникати необхідності структурних змін, націлених на можливість співіснування з вищим рівнем фінансової відкритості.

Опосередкованим підтвердженням цієї позиції є емпіричне виявлення зв'язку між характером фінансування дефіциту поточного рахунку та потенційною курсовою реакцією країни на шок потоків капіталу. Там, де здійснюється боргове фінансування, найімовірніше робитиметься вибір на користь зниження курсової волатильності, а там, де фінансування відбувається по каналах руху прямих іноземних інвестицій (ПІІ), країна обере гнучкіший курс [35]. Для економік, багатих на ресурси, це також має значення. Якщо в них домінують екстрактивні сектори, контроль за якими або монополізується, або стає об'єктом олігархічної конкуренції, скоріше за все канал ПІІ буде обмежений через проблему якості інститутів; домінуватиме боргове фінансування. Коли в цих країнах екстрактивні сектори не домінують і створені передумови для фінансового розвитку, якість інститутів дасть змогу покладатись на ПІІ як основний канал фінансування дефіциту поточного рахунку. Тобто структурні характеристики фінансової системи важливі насамперед у випадку країн, багатих на ресурси, які швидше схильні до зовнішнього боргового фінансування, ніж до внутрішнього фінансового розвитку [36]. Однак факт неоднорідності таких країн вказує на те, що сировинне багатство не є виключним критерієм успішності у сфері розбудови фінансових систем та досягнення цінової стабільності.

Коливання сировинних цін і відповідна проциклічність фінансової системи ставлять питання про те, наскільки цінова стабільність у багатих на

<sup>1</sup> Див. [33]. Подібна теза висловлюється й в іншому дослідженні на підставі аналізу впливу на економіку "ефектів переливу" (спіловерів) [34]. Курсова гнучкість краще елімінує "ефекти переливу" в периферійних країнах, що критично важливо для умов глобальної фінансової інтеграції та односторонніх дій провідних центробанків у царині встановлення процентних ставок.

ресурси країнах співвідноситься з вибором у рамках трилеми. З одного боку, як продемонстровано вище, не існує чітких свідчень, що монетарна автономія чи курсова волатильність є переконливими факторами дотримання цінової стабільності. З другого боку, неоднорідність сировинних економік із міркувань монетарних режимів імовірніше вказує на те, що вони мали би із відмінностями позиціонуватися в рамках трилеми.

Для емпіричної оцінки зв'язку між вибором у межах трилеми та параметрами цінової стабільності обрано такі змінні. Середня інфляція та стандартне відхилення інфляції (обидва показники за 1999–2017 рр.; дані МВФ) свідчать про дотримання цінової стабільності в країні. Цей період покриває кілька істотних зламів у трендах сировинних цін. Вибір у рамках трилеми описується обрахованими середніми значеннями індексів монетарної автономії та курсової волатильності (які містяться у базі даних Дж. Айзенмана, М. Чінна та Х. Іто: [http://web.pdx.edu/~ito/Trilemma\\_index.htm](http://web.pdx.edu/~ito/Trilemma_index.htm)) за порівнюваний період. Базова вибірка становить 68 країн, багатих на ресурси, котрі обрані за принципом домінування частки непромислового експорту. Змінна непромислового експорту (дані Світового банку) певною мірою розширює вибірку (порівняно з визначенням на підставі методики МВФ набором сировинних експортерів [37]) через можливість включити до її складу країн – експортерів аграрної сировини. Однак із вибірки в 68 країн вилучені Венесуела та Ангола, для яких дані стосовно інфляції істотно перевищують межі репрезентативності.

З огляду на те, що цінова стабільність однаково може гарантуватися за високих і низьких значень обох індексів залежно від обраного монетарного режиму, не висувається наперед гіпотеза про очікуваний напрям зв'язку між параметрами цінової стабільності та вказаними індексами. Для того щоб урахувати ймовірність одночасного підтримання цінової стабільності за полярних значень індексів використано три специфікації двофакторної регресії. Перша специфікація – лінійна регресія; друга – рівняння регресії описується нелінійною функцією для обох змінних; третя – рівняння регресії описується поєднанням лінійної та нелінійної функції.

У табл. 1 наведено результати дослідження для змінної середньої інфляції за період.

Результати регресійного аналізу для змінної середньої інфляції підтверджують, що сировинні економіки є достатньо неоднорідними. Значення коефіцієнтів при незалежних змінних варіює залежно від специфікації рівняння апроксимації, а нелінійні функції демонструють кращі статистичні параметри. Однак є ряд неоднозначних моментів. Так, у першій специфікації середня інфляція за період перебуває у слабкому оберненому зв'язку з індексом монетарної автономії, але в стійкому прямому зв'язку – з індексом курсової волатильності. З одного боку, ці дані суперечать виявленим раніше свідченням про схильність багатих на ресурси країн до фіксованих курсів як факторів цінової стабільності. З другого – вони вказують на те, що низький рівень монетарної автономії, що асоціюється, наприклад, із відкритістю

Таблиця 1. Результати регресійного аналізу зв'язку між середньою інфляцією за період й індексами монетарної автономії та курсової волатильності для 66 країн, багатих на ресурси

Рівняння 1. $R^2 = 0,21$ ; Adjust. $R^2 = 0,19$ ; $F(2,62) = 8,4010$ ; $p < 0,00059$ ; Std. Er. 3,8927					
Опис змінної	Змінні	Коефіцієнт $b$	Stt. dev. of $b$	$t(62)$	$p$ -value
Індекс монетарної автономії	X1	-2,09168	1,702415	-1,22866	0,223844
Індекс курсової волатильності	X2	14,02747	3,850040	3,64346	0,000551
Рівняння 2. $R^2 = 0,34$ ; Adjust. $R^2 = 0,30$ ; $F(4,60) = 7,7103$ ; $p < 0,0004$ ; Std. Er. 3,6256					
Опис змінної	Змінні	Коефіцієнт $b$	Stt. dev. of $b$	$t(64)$	$p$ -value
Індекс монетарної автономії	X1	31,5360	10,85817	2,90436	0,005145
	X1 <sup>2</sup>	-26,5316	8,35883	-3,17408	0,002372
Індекс курсової волатильності	X2	-3,7418	16,67779	-0,22436	0,823239
	X2 <sup>2</sup>	16,9380	16,31743	1,03803	0,303422
Рівняння 3. $R^2 = 0,33$ ; Adjust. $R^2 = 0,30$ ; $F(3,61) = 9,9087$ ; $p < 0,00002$ ; Std. Er. 3,6279					
Опис змінної	Змінні	Коефіцієнт $b$	Stt. dev. of $b$	$t(61)$	$p$ -value
Індекс монетарної автономії	X1	32,4295	10,83088	2,99417	0,003971
	X1 <sup>2</sup>	-26,9223	8,35565	-3,22205	0,002044
Індекс курсової волатильності	X2	13,1630	3,59815	3,65828	0,000531

**Примітка.** Обраховано з допомогою пакета STATISTICA.

*Розраховано та складено автором.*

та гнучкими курсами, тільки покращує здатність країни підтримувати цінову стабільність. Беручи до уваги особливості фінансової відкритості багатих на ресурси країн, такі результати є неоднозначними.

Нелінійні специфікації суттєво уточнюють картину. Так, перехід від лінійної до нелінійної моделі змінює значимість змінних. Якщо в першій специфікації суттєво значимою була змінна курсової волатильності, то в другій – обидві змінні монетарної автономії. У третій специфікації всі змінні статистично значущі. Водночас і в другій, і в третій специфікації очевидним є те, що нижча курсова волатильність не гарантує нижчої інфляції в обраних країнах, що повністю узгоджується з даними першого рівняння. Але треба зробити уточнення, що в другій специфікації ця змінна показує ймовірність нижчої інфляції за середньої курсової волатильності, за одночасного істотного приросту незалежної змінної після певного порога курсової волатильності. Зважаючи на те, що в другій специфікації обидві змінні курсової волатильності не є виражено значущими, можна зробити висновок про брак антиінфляційного імунітету з боку монетарного режиму, що генерує низьку курсову волатильність у багатих на ресурси економіках.

Зв'язок між середньою інфляцією та змінними монетарної автономії для обраної вибірки країн є значно складнішим. Якщо в першій специфікації такий зв'язок обернений і слабкий, то в другій і третій специфікаціях саме він є найбільш статистично значущим. Але разом із тим лінійний коефіці-

ент ( $X_1$ ) має додатний знак, а квадратичний ( $X_2$ ) – від’ємний в обох випадках. Сила впливу змінної у квадратичному виразі на незалежну змінну є нижчою також в обох випадках. З урахуванням даних щодо змінної курсової волатильності це можна інтерпретувати таким чином. Найбільший внесок в підтримання низької інфляції спостерігається за найнижчої монетарної автономії. Але найвища інфляція відбувається за середнього (дещо зміщеного вправо) рівня монетарної автономії. Здатність до контролю за інфляцією дещо покращується за посилення монетарної автономії.

Застосування техніки емпіричного аналізу у випадку зі стандартним відхиленням інфляції (табл. 2) продемонструвало наявність дуже подібних за характером зв’язків.

У найзагальнішому виразі результати, наведені в табл. 2, майже повністю повторюють результати для змінної середньої інфляції за період. Однак є певні відмінності. Щільність зв’язку в розрізі всіх трьох специфікацій рівнянь регресії в такому разі є нижчою, ніж у попередньому. Те саме стосується коефіцієнтів при незалежних змінних. При цьому в першій специфікації індекс монетарної автономії вже перебуває у прямому, а не у зворотному зв’язку, як у випадку із середньою інфляцією за період (статистична значущість, утім, так само незначна). Тобто монетарна автономія не гарантує менш варіативної інфляції. Змінні курсової волатильності демонструють

**Таблиця 2. Результати регресійного аналізу зв’язку між стандартним відхиленням інфляції й індексами монетарної автономії та курсової волатильності для 66 країн, багатих на ресурси**

Рівняння 1. $R^2 = 0,13$ ; Adjust. $R^2 = 0,10$ ; $F(2,62) = 4,5633$ ; $p < 0,01416$ ; Std. Er. 4,0890					
Опис змінної	Змінні	Коефіцієнт $b$	Stt. dev. of $b$	$t(62)$	$p$ -value
Індекс монетарної автономії	$X_1$	2,22154	1,788232	1,242311	0,218800
Індекс курсової волатильності	$X_2$	11,83065	4,044117	2,925397	0,004801
Рівняння 2. $R^2 = 0,19$ ; Adjust. $R^2 = 0,13$ ; $F(4,60) = 3,4222$ ; $p < 0,01381$ ; Std. Er. 4,0172					
Опис змінної	Змінні	Коефіцієнт $b$	Stt. dev. of $b$	$t(64)$	$p$ -value
Індекс монетарної автономії	$X_1$	23,9530	12,03104	1,99094	0,051048
	$X_1^2$	-17,2091	9,26172	-1,85808	0,068065
Індекс курсової волатильності	$X_2$	-3,1545	18,47927	-0,17070	0,865032
	$X_2^2$	14,4501	18,07998	0,79923	0,427310
Рівняння 3. $R^2 = 0,18$ ; Adjust. $R^2 = 0,14$ ; $F(3,61) = 4,3760$ ; $p < 0,00743$ ; Std. Er. 4,0053					
Опис змінної	Змінні	Коефіцієнт $b$	Stt. dev. of $b$	$t(61)$	$p$ -value
Індекс монетарної автономії	$X_1$	24,7152	11,95762	2,06690	0,042995
	$X_1^2$	-17,5424	9,22489	-1,900163	0,061945
Індекс курсової волатильності	$X_2$	11,2674	3,97246	2,83637	0,006184

**Примітка.** Обраховано з допомогою пакета STATISTICA.

*Розраховано та складено автором.*

той самий напрям зв'язку і за стандартного відхилення (див. табл. 2), і в разі середньої інфляції за період (див. табл. 1). Це означає, що більш фіксовані курси не зумовлюють менш варіативну інфляцію. З огляду на відносно низьку щільність такого зв'язку можна припустити, що навіть коли фіксовані курси позитивно впливають на цінову стабільність в окремих країнах, на ширшій вибірці їхня стабілізуюча роль втрачається. Іншими словами, структурні особливості проциклічності в сировинних економіках вимагають украй обережної орієнтації на обмежену курсову волатильність. Гнучкі курси демонструють кращу здатність стабілізувати економіку, вразливу до шоків умов торгівлі.

Проте з наведених даних випливає явна неоднорідність сировинних економік в аспекті наслідків для цінової стабільності в контексті вибору в рамках трилеми. Найнижчі показники середньої інфляції будуть у країнах із плаваючими курсами та фінансово інтегрованими в глобальну економіку (інакше вони не мали би низьких значень індексу монетарної автономії). По суті, йдеться про ті багаті на ресурси країни, де застосовується режим експліцитного чи імпліцитного інфляційного таргетування, а фінансовий розвиток досяг стадії, коли коливання курсу не спричиняють істотного деструктивного впливу на інфляцію. Однак ця гіпотеза потребує перевірки (див. далі). Країни із середнім значенням монетарної автономії водночас прагнуть до дозованої курсової гнучкості, але це не покращує їхньої здатності до підтримання цінової стабільності, найімовірніше, через збереження великих значень ефекту переносу. Країни з високим рівнем монетарної автономії і найстійкішими обмінними курсами виявляються найбільш інфляційно вразливими. Швидше за все, це можна пояснити тим, що вони, будучи найменш зрілими в плані фінансового розвитку, орієнтуються на фіксовані курси, які через слабкі інститути підвищують вразливість до криз, котрі запускають інфляційні сплески.

З огляду на вірогідність гіпотези про неоднорідність країн щодо ролі вибору в рамках трилеми для забезпечення цінової стабільності варто з'ясувати вплив структурних факторів на величину індексу монетарної автономії. Такий підхід дасть змогу покращити розуміння нелінійного характеру зв'язку між цим індексом і параметрами цінової стабільності. Для тестування вказаного зв'язку базова специфікація багатофакторної лінійної регресії включає чотири змінних, які характеризують економіку в структурному аспекті (частка непромислового експорту (дані Світового банку); індекс економічної складності<sup>1</sup>; індекс фінансової глибини [38]; індекс економічної глобалізації (суб-індекс індексу глобалізації, що обраховується KOF Swiss Economic Institute)). Також додатково тестується розширена специфікація рівняння регресії шляхом додавання GMT-індексу незалежності центробанків, даммі-змінної щодо тривалості реалізації режиму інфляційного таргетування (змінюється від 1 до 5 залежно від тривалості застосування

<sup>1</sup> Індекс економічної складності (*economic complexity index*) обраховується Массачусетським технологічним інститутом (<https://atlas.media.mit.edu/en/rankings/country/eci/>).

цього режиму<sup>1</sup>), даммі-змінної стосовно наявності фонду суверенного багатства як контрциклічного фіскального буфера (0 – відсутній, 1 – наявний). Окремо тестується зв'язок індексу монетарної автономії з трьома останніми змінними. Результати регресійного аналізу наведено в табл. 3.

З даних табл. 3 можна побачити, що монетарна автономія недостатньо переконливо обумовлена структурними факторами. Зокрема, змінна струк-

**Таблиця 3. Результати регресійного аналізу зв'язку між індексом монетарної автономії та структурними характеристиками країн, багатих на ресурси**

Рівняння 1. $R^2 = 0,22$ ; Adjust. $R^2 = 0,17$ ; $F(4,58) = 4,1143$ ; $p < 0,00530$ ; Std. Er. 0,26513					
Опис змінної	Змінні	Коефіцієнт $b$	Stt. dev. of $b$	$t(58)$	$p$ -value
Непромисловий експорт, %	X1	0,004179	0,002369	1,76420	0,082964
Індекс економічної складності	X2	0,048218	0,095931	0,50263	0,617129
Індекс фінансової глибини	X3	-0,765580	0,282537	-2,70967	0,008841
Індекс економічної глобалізації	X4	0,005136	0,002756	1,86335	0,067478
Рівняння 2. $R^2 = 0,42$ ; Adjust. $R^2 = 0,33$ ; $F(7,48) = 4,9240$ ; $p < 0,00030$ ; Std. Er. 0,22846					
Опис змінної	Змінні	Коефіцієнт $b$	Stt. dev. of $b$	$t(48)$	$p$ -value
Непромисловий експорт, %	X1	0,002841	0,002277	1,24744	0,218286
Індекс економічної складності	X2	0,093886	0,088124	1,06538	0,292033
Індекс фінансової глибини	X3	-0,362839	0,267233	-1,35776	0,180889
Індекс економічної глобалізації	X4	0,005051	0,002663	1,89690	0,063867
ГМТ-індекс	X5	-0,068515	0,197206	-0,34743	0,729787
Даммі таргетування інфляції	X6	-0,068837	0,019388	-3,55045	0,000873
Даммі фондів суверенного багатства	X7	0,046646	0,090014	0,51821	0,606691
Рівняння 3. $R^2 = 0,32$ ; Adjust. $R^2 = 0,28$ ; $F(3,56) = 8,7458$ ; $p < 0,00008$ ; Std. Er. 0,23419					
Опис змінної	Змінні	Коефіцієнт $b$	Stt. dev. of $b$	$t(56)$	$p$ -value
ГМТ-індекс	X5	0,048840	0,191481	0,25507	0,799606
Даммі таргетування інфляції	X6	-0,068576	0,014980	-4,57796	0,000027
Даммі фондів суверенного багатства	X7	0,105532	0,072532	1,45497	0,151261

**Примітка.** Обраховано з допомогою пакета STATISTICA.

Розраховано та складено автором.

<sup>1</sup> Коли цей монетарний режим функціонує понад 10 років, змінній присвоюється значення 5, понад 7 років, але менше 10 років – 4, понад 5 років, але менше 7 років – 3, понад 3 роки, але менше 5 років – 2, понад 1 рік, але менше 3 років – 1. Якщо країна не є таргетером інфляції, змінна дорівнює 0.

тури експорту перебуває в найслабшому зв'язку з обраною незалежною змінною в обох рівняннях. Те саме стосується індексу економічної глобалізації. З огляду на те, що індекс монетарної автономії обраховується на основі кореляції між процентними ставками, такий результат є вельми цікавим. Тобто сама по собі залученість країни до глобальних економічних процесів (у широкому розумінні, як передбачає структура відповідного показника) не гарантує того чи іншого рівня чутливості внутрішніх процентних ставок до глобальних. Іншими словами, вибір у рамках трилеми з відповідними наслідками для монетарної автономії є вагомим, ніж ступінь економічної глобалізованості країни. Подібна картина спостерігається і щодо індексу економічної складності, котрий хоч і перебуває у прямому зв'язку, але його статистична значущість не висока. Привертає увагу те, що індекс фінансової глибини має обернений зв'язок з індексом монетарної автономії в обох специфікаціях, а в базовому рівнянні такий зв'язок є статистично значущим. Це означає, що чим далі країна просувається по шляху фінансового розвитку, тим більшою мірою в ній підвищуватиметься чутливість внутрішніх процентних ставок до глобальних. Цей висновок також опосередковано вказує на те, що фінансовий розвиток іде пліч-о-пліч з лібералізацією потоків капіталу, у зв'язку з чим рівень монетарної автономії знижується, але без негативних наслідків для цінової стабільності, як бачимо з аналізу даних табл. 1, 2.

Стосовно додаткових змінних (див. рівняння 2 та 3 у табл. 3) привертає увагу те, що тільки даммі режиму інфляційного таргетування є статистично значимою в обох специфікаціях. Також в обох випадках існує обернений зв'язок. Це вказує на наявність найнижчого рівня монетарної автономії в країнах, які тривалий час таргетують інфляцію. Така ситуація не видається неприродною, з огляду на те, що вони повинні мати плаваючі курси. Крім того, вони повинні характеризуватися високим рівнем фінансової відкритості, інакше би не мали низького рівня монетарної автономії. Разом із тим зв'язок між даммі фондів суверенного багатства й індексом монетарної автономії є прямим, хоч і слабким. Тобто фіскальні буфери відіграватимуть важливішу роль за умов, коли країна намагається поєднати більш фіксовані курси з дозволеною мобільністю капіталів. GMT-індекс не продемонстрував стійкого зв'язку з незалежною змінною. У другому рівнянні зв'язок обернений, що краще ілюструє логіку інституціональних основ вибору в рамках трилеми (більш незалежний центробанк обирає контрциклічний монетарний режим та фінансову відкритість), але в третьому рівнянні він уже прямий, хоча й найменш значимий з-поміж трьох змінних відповідної специфікації регресійного рівняння.

Поєднання результатів аналізу табл. 1, 2 і 3 дає змогу зробити ряд ширших узагальнень.

По-перше, монетарна автономія більшою мірою визначається вибором монетарного режиму, а не структурними характеристиками економіки. Це не означає, що такі характеристики не диктують логіку вибору монетарного режиму. Питання в тому, що цей вибір є вибором щодо ролі цінової стабіль-

ності в макроекономічних процесах і способу її досягнення. Отже, обираючи цінову стабільність і відповідний монетарний режим, країна повинна бути готова до відповідних обмежень, які накладає трилема на макроекономічну політику, з огляду на профіль шоків. Із цих міркувань сировинні економіки не демонструють однорідності, оскільки й цінова стабільність і спосіб її досягнення є значимими корелятами політичного режиму, який інституціоналізує процес розподілу сировинної ренти.

По-друге, цінова стабільність і вибір на користь вищої мобільності капіталів за плаваючих курсів, що властиві інфляційним таргетерам, не можуть ігнорувати факту того, що вони (за винятком Росії та Казахстану) є демократіями, а також демонструють певний рівень інституціональної зрілості, який конвертується у фінансовий розвиток. Синергія між політичним режимом, якістю інститутів, монетарним режимом і глибиною фінансової системи демонструє, що підтримання цінової стабільності в середовищі глобальної мобільності капіталів потребує не стільки формально вищих рівнів диференціації економіки, скільки ширшого погляду на фундаментальні структурні та політико-інституціональні передумови ефективної глобальної інтеграції країни.

По-третє, сировинні економіки як група демонструють вибір на користь гібридного вибору в рамках трилеми. Впродовж 2000-х років для аналізованої вибірки середнє значення індексів монетарної автономії дорівнювало 0,58, курсової волатильності – 0,46, фінансової відкритості – 0,50. Оскільки тривале підтримання дозованої курсової гнучкості та фінансової відкритості не можливе без контрциклічної функції нагромаджуваних зовнішніх активів [6; 7], формування політико-інституціональних передумов для здатності використовувати такі активи з контрциклічною метою є питанням спроможності трансформувати ресурсну ренту в певний тип соціального добробуту (залежно від того, як вона розуміється в розрізі демократій та автократій). Тому валютні резерви ще тривалий час відіграватимуть принципову роль у підтриманні макрофінансової стабільності й залишатимуться критерієм ефективності макроекономічного менеджменту доти, доки фінансовий розвиток у сукупності з кращою адаптивністю до плаваючих курсів не уможливить нової конфігурації пристосування до шоків сировинних цін. А це потребує розбудови якісних інститутів не менше, ніж жорсткої політики цінової стабільності, яка б обмежувала здатність компенсувати інституціональну неефективність із допомогою м'яких бюджетних обмежень. Саме тому незалежність центробанку є наріжним каменем руху в напрямі зниження вразливості до шоків сировинних цін.

На підставі викладеного можна зробити такі висновки. Дослідження вибору країн у рамках трилеми не демонструє однозначних результатів щодо наслідків для цінової стабільності. Іншими словами, є ймовірність, що остання може забезпечуватись і за нижчого рівня монетарної автономії (плаваючі курси та фінансова відкритість), і за вищого (нижча курсова волатильність та обмеження на потоки капіталу). З огляду на дискусію про оптимальний монетарний режим для сировинних економік, аналіз вибору



останніх у рамках трилеми не підтверджує, що фіксовані курси краще гарантують цінову стабільність. Водночас краще цінова стабільність забезпечується за нижчих рівнів монетарної автономії, тоді як курсова стабільність меншою мірою асоціюється з нижчими середніми інфляцією та її стандартним відхиленням для 66 країн, багатих на ресурси. З цього можна зробити висновок про неоднорідність сировинних економік, підтверджуючи результати попередніх досліджень, а також про важливість монетарного режиму, який обирається країною для досягнення цінової стабільності. Завдяки останньому вибір у рамках трилеми є результатом першого тією мірою, якою країна готова пристосовуватись до шоків, що їхній профіль впливає не тільки зі структури економіки, а й із позиціонування в рамках трилеми.

Беручи до уваги позитивний вплив монетарної автономії низького рівня на цінову стабільність, виникає питання про структурні характеристики країн, які найбільшою мірою кореспондують із тим чи іншим рівнем зазначеної автономії. На підставі регресійного аналізу виявлено, що тривалість застосування інфляційного таргетування й фінансовий розвиток найкраще кореспондують із низьким рівнем монетарної автономії, тоді як структура експорту й економічна складність на неї не впливають. Це означає, що серед багатих на ресурси країн таргетери інфляції успішніше досягають цінової стабільності, маючи гнучкіші обмінні курси та вищу фінансову відкритість безвідносно до того, що остання послаблює монетарну автономію. Однак як група багаті на ресурси країни тяжіють до гібридного вибору в рамках трилеми. Такий вибір не гарантує кращого інфляційного результату в аспекті монетарної автономії, а в аспекті курсової стабільності – тільки частково. Отже, за потужного ефекту переносу намагання підтримувати обмежену курсову гнучкість також не гарантує цінової стабільності в довгостроковому періоді. Як наслідок, рух у бік політичного режиму та якості інститутів, котрі сприяють фінансовому розвитку, дасть змогу краще адаптуватись до шоків сировинних цін із допомогою плаваючих курсів, тим самим уможливаючи цінову стабільність за нижчого рівня монетарної автономії.

#### Список використаних джерел

1. *Obstfeld M., Taylor A.* The Great Depression as a Watershed: International Capital Mobility over the Long Run. *The Defining Moment: The Great Depression and the American Economy in the Twentieth Century*. Chicago : University of Chicago Press, 1998. P. 353–402.
2. *Obstfeld M., Shambaugh J., Taylor A.* The Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility. *Bank of Nederland Conference Paper*, 2001. P. 1–48.
3. *Aizenman J., Chinn M., Ito H.* Assessing the Emerging Global Financial Architecture: Measuring the Trilemma's Configurations Over Time. *NBER Working Paper*. 2008. No. 14533. P. 1–74.
4. *Aizenman J., Ito H.* Trilemma Policy Convergence Patterns and Output Volatility. *NBER Working Paper*. 2012. No. 17806. P. 1–24.
5. *Obstfeld M., Shambaugh J., Taylor A.* Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves. *NBER Working Paper*. 2008. No. 14207. P. 1–48.
6. *Aizenman J., Chinn M., Ito H.* Surfing the Waves of Globalization: Asia and Financial Globalization in the Context of Trilemma. *NBER Working Paper*. 2010. No. 15876. P. 1–54.

7. Aizenman J. A Modern Reincarnation of Mundell-Fleming's Trilemma. *The INFER Conference, June 2017*. Bordeaux, 2018. P. 1–28.
8. Rey H. International Channels of Transmission of Monetary Policy and the Mundellian Trilemma. *NBER Working Paper*. 2015. No. 21852. P. 1–33.
9. Rey H. Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence. *NBER Working Paper*. 2015. No. 21162. P. 1–26.
10. Cerutti E., Claessens S., Rose K. A. How Important is the Global Financial Cycle? *IMF Working Paper*. 2017. WP/17/193. P. 1–65.
11. Tica J., Globan T., Arcabic V. Monetary Policy Effectiveness, Net Foreign Currency Exposure and Financial Globalisation. *EFZG Working Papers Series*. 2016. No. 16-03. P. 1–23.
12. Aizenman J., Chinn M., Ito H. Monetary Policy Spillovers and the Trilemma in the New Normal: Periphery Country Sensitivity to Core Country Conditions. *NBER Working Paper*. 2015. No. 21128. P. 1–49.
13. Corden M. Exchange Rate Policy and Resource Boom. *Economic Record*. 1982. No. 58. March. P. 19–31.
14. Corden M., Neary P. Booming Sector and De-Industrialization in a Small Open Economy. *Economic Journal*. 1982. No. 92. P. 825–848.
15. Aliyev R. Monetary Policy in Resource-Rich Developing Economies. *CERGE-EI Working Papers*. 2012. No. 466. P. 1–49.
16. Aliyev R. Determinants of the Choice of Exchange Rate Regime in Resource-Rich Countries. *CERGE-EI Working Papers*. 2014. No. 527. P. 1–36.
17. Arezki R., Bruckner M. Commodity Windfalls, Polarization, and Net Foreign Assets: Panel Data Evidence on the Voracity Effect. *IMF Working Paper*. 2010. WP/10/209. P. 1–25.
18. Commodity Price Swings and Commodity Exporters. *IMF World Economic Outlook*. 2012. October. Chapter 4. P. 125–169.
19. Gregorio J. Commodity Prices, Monetary Policy and Inflation. *The Conference on Policy Responses to Commodity Price Movements, organized by IMF and Central Bank of Turke*. 2012. April. P. 1–36.
20. Agenor P.-R., Pereira da Silva L. Inflation Targeting and Financial Stability: A Perspective from Developing World. *Banco Central do Brasil Working Papers*. 2013. No. 324, September. P. 1–113.
21. Exchange Rate Volatility and Productivity Growth: The Role of Financial Development / Ph. Aghion, Ph. Bacchetta, R. Ranciere, K. Rogoff. *NBER Working Paper*. 2006. No. 12117.
22. Aizenman J., Riera-Crichton D. Real Exchange Rate and International Reserves in the Era of Growing Financial and Trade Integration. *NBER Working Paper*. 2006. No. 12363.
23. Claessens S., Laeven L. Financial Development, Property Rights, and Growth. *Journal of Finance*. 2003. No. 58. P. 2401–2436.
24. Nili M., Rastad M. Addressing the Growth Failure of the Oil Economies: The Role of Financial Development. *The Quarterly Review of Economics and Finance*. 2007. Vol. 46, No. 5. 726–740.
25. Roe M., Siegel J. Political Instability: Effects on Financial Development, Roots in the Severity of Economic Inequality. *Journal of Comparative Economics*. 2011. Vol. 39, No. 3. P. 279–309.
26. Auty R. The Political Economy of Resource-driven Growth. *European Economic Review*. 2001. No. 45. P. 839–846.
27. Auty R. Resource Abundance and Economic Development. Oxford : Oxford University Press, 2001.
28. Koziuk V. Independence of Central Banks in Commodity Economies. *Herald of National Bank of Ukraine*. 2016. March. P. 6–25.
29. Козюк В. Фінансовий розвиток, валютні резерви та політичні режими в сировинних економіках. *Економічна теорія*. 2016. № 3. С. 82–102.
30. Козюк В. Фактор сировинного багатства в реалізації макропруденційної політики. *Економічна теорія*. 2017. № 2. С. 50–68.

31. Hsing Y. Effects of the Trilemma Policies on Inflation, Growth and Volatility in Bulgaria. *Theoretical and Applied Economics*. 2012. Vol. XIX, No. 4 (569). P. 49–58.
32. Garg G. Impact of Trilemma Indicators on Macroeconomic Policy: Does Central Bank Independence Matter. *Indira Gandhi Institute of Development Research Working Paper*. 2015. WP-2015-019. P. 1–45.
33. Klein M., Shambaugh J. Rounding the Corners of the Policy Trilemma: Sources of Monetary Policy Autonomy. *IMES Discussion Paper Series*. 2013. 2013-E-14. P. 1–51.
34. Caceres C., Carriere-Shallow Y., Gruss B. Global Financial Conditions and Monetary Policy Autonomy. *IMF Working Paper*. 2016. WP/16/108. P. 1–38.
35. Scott Devis J. Economic Fundamentals and Monetary Policy Autonomy. *Federal Reserve Bank of Dallas Globalization and Monetary Policy Institute Working Paper*. 2016. No. 267. P. 1–28.
36. Kurronen S. Financial Sector in Resource-Dependent Economies. *BOFIT Discussion Papers*. 2012. No. 6. P. 1–35.
37. Where Are Commodity Exporters Headed? Output Growth in the Aftermath of the Commodity Boom. *IMF World Economic Outlook*. 2015. October. Chap. 2. P. 65–103.
38. Svirydenka K. Introducing a New Broad-Based Index of Financial Development. *IMF Working Paper*. 2016. WP/16/5. P. 1–42.

### References

1. Obstfeld, M., Taylor, A. (1998). The Great Depression as a Watershed: International Capital Mobility over the Long Run. In *The Defining Moment: The Great Depression and the American Economy in the Twentieth Century* (pp. 353–402). Chicago: University of Chicago Press.
2. Obstfeld, M., Shambaugh, J. & Taylor, A. (2001). The Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility. *Bank of Nederland Conference Paper*, pp. 1–48.
3. Aizenman, J., Chinn, M. & Ito, H. (2008). Assessing the Emerging Global Financial Architecture: Measuring the Trilemma's Configurations Over Time. *NBER Working Paper*, 14533, 1–74.
4. Aizenman, J., Ito, H. (2012). Trilemma Policy Convergence Patterns and Output Volatility. *NBER Working Paper*, 17806, 1–24.
5. Obstfeld, M., Shambaugh, J. & Taylor, A. (2008). Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves. *NBER Working Paper*, 14207, 1–48.
6. Aizenman, J., Chinn, M. & Ito, H. (2010). Surfing the Waves of Globalization: Asia and Financial Globalization in the Context of Trilemma. *NBER Working Paper*, 15876, 1–54.
7. Aizenman, J. (2018). A Modern Reincarnation of Mundell-Fleming's. *The INFER Conference, June 2017*. Bordeaux.
8. Rey, H. (2015). International Channels of Transmission of Monetary Policy and the Mundellian Trilemma. *NBER Working Paper*, 21852, 1–33.
9. Rey, H. (2015). Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence. *NBER Working Paper*, 21162, 1–26.
10. Cerutti, E., Claessens, S. & Rose, K. A. (2017). How Important is the Global Financial Cycle? *IMF Working Paper*, WP/17/193, 1–65.
11. Tica, J., Globan, T. & Arcabic, V. (2016). Monetary Policy Effectiveness, Net Foreign Currency Exposure and Financial Globalisation. *EFZG Working Papers Series*, 16-03, 1–23.
12. Aizenman, J., Chinn, M. & Ito, H. (2015). Monetary Policy Spillovers and the Trilemma in the New Normal: Periphery Country Sensitivity to Core Country Conditions. *NBER Working Paper*, 21128, 1–49.
13. Corden, M. (1982). Exchange Rate Policy and Resource Boom. *Economic Record*, 58, 19–31.
14. Corden, M., Neary, P. (1982). Booming Sector and De-Industrialization in a Small Open Economy. *Economic Journal*, 92, 825–848.

15. Aliyev, R. (2012). Monetary Policy in Resource-Rich Developing Economies. *CERGE-EI Working Papers*, 466, 1–49.
16. Aliyev, R. (2014). Determinants of the Choice of Exchange Rate Regime in Resource-Rich Countries. *CERGE-EI Working Papers*, 527, 1–36.
17. Arezki, R., Bruckner, M. (2010). Commodity Windfalls, Polarization, and Net Foreign Assets: Panel Data Evidence on the Voracity Effect. *IMF Working Paper*, WP/10/209, 1–25.
18. Commodity Price Swings and Commodity Exporters. (2012, October). *IMF World Economic Outlook* (pp. 125–169).
19. Gregorio, J. (2012, April). Commodity Prices, Monetary Policy and Inflation. *The Conference on Policy Responses to Commodity Price Movements, organized by IMF and Central Bank of Turkey* (pp. 1–36).
20. Agenor, P.-R., Pereira da Silva, L. (2013, September). Inflation Targeting and Financial Stability: A Perspective from Developing World. *Banco Central do Brasil Working Papers*, 324, 1–113.
21. Aghion, Ph., Bacchetta, Ph., Ranciere, R. & Rogoff, K. (2006). Exchange Rate Volatility and Productivity Growth: The Role of Financial Development. *NBER Working Paper*, 12117.
22. Aizenman, J., Riera-Crichton, D. (2006). Real Exchange Rate and International Reserves in the Era of Growing Financial and Trade Integration. *NBER Working Paper*, 12363.
23. Claessens, S., Laeven, L. (2003). Financial Development, Property Rights, and Growth. *Journal of Finance*, 58, 2401–2436.
24. Nili, M., Rastad, M. (2007). Addressing the Growth Failure of the Oil Economies: The Role of Financial Development. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 46, No. 5, 726–740.
25. Roe, M., Siegel, J. (2011). Political Instability: Effects on Financial Development, Roots in the Severity of Economic Inequality. *Journal of Comparative Economics*, Vol. 39, No. 3, 279–309.
26. Auty, R. (2001). The Political Economy of Resource-driven Growth. *European Economic Review*, 45, 839–846.
27. Auty, R. (2001). *Resource Abundance and Economic Development*. Oxford: Oxford University Press.
28. Koziuk, V. (2016). Independence of Central Banks in Commodity Economies. *Herald of National Bank of Ukraine*, March, 6–25.
29. Koziuk, V. (2016). Financial development, forex reserves and political regimes in resource rich economies. *Economic theory*, 3, 82–102 [in Ukrainian].
30. Koziuk, V. (2017). The factor of resource richness in the implementation of macro-prudential policies. *Economic theory*, 2, 50–68 [in Ukrainian].
31. Hsing, Y. (2012). Effects of the Trilemma Policies on Inflation, Growth and Volatility in Bulgaria. *Theoretical and Applied Economics*, Vol. XIX, No. 4 (569), 49–58.
32. Garg, G. (2015). Impact of Trilemma Indicators on Macroeconomic Policy: Does Central Bank Independence Matter. *Indira Gandhi Institute of Development Research Working Paper*, WP-2015-019, 1–45.
33. Klein, M., Shambaugh, J. (2013). Rounding the Corners of the Policy Trilemma: Sources of Monetary Policy Autonomy. *IMES Discussion Paper Series*, 2013-E-14, 1–51.
34. Caceres, C., Carriere-Shallow, Y. & Gruss, B. (2016). Global Financial Conditions and Monetary Policy Autonomy. *IMF Working Paper*, WP/16/108, 1–38.
35. Scott Devis, J. (2016). Economic Fundamentals and Monetary Policy Autonomy. *Federal Reserve Bank of Dallas Globalization and Monetary Policy Institute Working Paper*, 267, 1–28.
36. Kurronen, S. (2012). Financial Sector in Resource-Dependent Economies. *BOFIT Discussion Papers*, 6, 1–35.
37. Where Are Commodity Exporters Headed? Output Growth in the Aftermath of the Commodity Boom. (2015, October). *IMF World Economic Outlook* (pp. 65–103).
38. Svirydzenka, K. (2016). Introducing a New Broad-Based Index of Financial Development. *IMF Working Paper*, WP/16/5, 1–42.