



■ **Віра Крилова**
Vira Krylova

Кандидат економічних наук, начальник відділу досліджень фінансово-банківської системи Центру наукових досліджень Національного банку України

Ph.D. (Economics), Head of the Financial and Banking System Research Department of the Scientific Research Center of the National Bank of Ukraine

E-mail: Vira.Krylova@bank.gov.ua

■ **Олександр Малютін**
Oleksandr Maliutin

Кандидат економічних наук, головний спеціаліст відділу досліджень фінансово-банківської системи Центру наукових досліджень Національного банку України

Ph.D. (Economics), Senior Specialist of the Financial and Banking System Research Department of the Scientific Research Center of the National Bank of Ukraine

E-mail: Oleksandr.Maliutin@bank.gov.ua



Таргетування в умовах макроекономічної нестабільності

Targeting under macroeconomic instability

Розглядаються особливості переходу до режиму інфляційного таргетування, зумовлені реаліями економічної ситуації в Україні, які характеризуються турбулентними явищами в національній економіці. Акцент зроблено на встановленні взаємозв'язку цілей монетарної та макроруденційної політики при забезпеченні стабільного економічного зростання.

The article considers the features of transition to the inflation targeting, which are attributable to the real economic situation in Ukraine and characterized by turbulent phenomena in the national economy. The authors focus attention on establishing a correlation between the objectives of the monetary and macroprudential policies when ensuring the established economic growth.

Ключові слова: інфляція, таргетування, макроруденційна політика, монетарна політика, фінансова політика.

Key words: inflation, targeting, macroprudential policy, monetary policy, fiscal policy.

Перехід Національного банку України до режиму інфляційного таргетування (надалі – ІТ) з середини 2015 року передбачає реалізацію процесу поступового зниження інфляції в країні. В Основних засадах грошово-кредитної політики на 2015 рік зазначено, що пріоритетною метою є досягнення цінової стабільності в державі та забезпечення низьких стабільних темпів інфляції в середньостроковій перспективі на рівні 3–5% [2].

Досвід застосування режиму ІТ, що налічує 25 років, доводить корисність його запровадження для економічного зростання та фінансової стабіль-

ності країни. Тому сьогодні в Україні не слід ставити під сумнів необхідність запровадження ІТ. Полеміка має розгортатися довкола особливостей ефективного переходу до цього режиму монетарної політики, виходячи з фактичних макроекономічних та інституційних умов у країні.

Загальний економічний контекст переходу до режиму ІТ в Україні нині характеризується відповідними макроекономічними проблемами, пов'язаними з падінням ВВП, суттєвим скороченням обсягу інвестицій по відношенню до ВВП, зменшенням обсягів експорту продукції, підвищенням

рівня безробіття, а також нарощуванням рівня державного боргу. Також період переходу до режиму ІТ припадає на момент високого рівня інфляції.

Турбулентні явища в національній економіці, спричинені фінансово-економічною нестабільністю в країні та ситуацією на південному сході України, потребують від Національного банку відповідних дій щодо реалізації монетарної політики, спроможної знизити інфляційні очікування на ринку та забезпечити досягнення цільових показників у майбутньому, а також дій щодо забезпечення фінансової стабільності.

Особливостям запровадження режиму ІТ в різних країнах присвячено праці багатьох економістів, зокрема Б.Бернанке, Ф.Мішкіна, Дж. Тейлора, Е.Трумана, Б.Фрідмана. Дослідження ж Міжнародного валютного фонду переконують, що для країн, які розвиваються, режим ІТ є найефективнішим порівняно з іншими режимами монетарної політики. Це фактично простежено на показниках інфляційних очікувань у відповідь на зміну рівня інфляції в економіках окремих країн.

Досвід запровадження режиму повномасштабного ІТ у 27-ми країнах світу, досить детально проаналізований у працях Л.Вілларда, М.Вудфорда, Л.Свенссона, Дж. Хеммонда, свідчить про схожість макроекономічних наслідків у цих країнах, які проявляються в стабілізації довгострокових інфляційних очікувань, гнучкості монетарної політики та формуванні відповідних механізмів захисту економіки від можливих фінансових криз та потрясінь.

Зазначимо, що вперше режим ІТ був запроваджений у 1989 році. Відтоді жодна країна не відмовилася від нього і не перейшла на альтернативний режим монетарної політики як більш ефективний. Цьогоріч згідно з основними положеннями Меморандуму про економічну та фінансову політику Україна також має перейти до режиму ІТ [1]. Досить ґрунтовну теоретичну базу для реалізації ефективного режиму ІТ в національній економіці в найближчій перспективі напрацьовано такими вітчизняними науковцями, як С.А.Буковинський, А.А.Гриценко, В.І.Міщенко, О.І.Петрик, І.А.Шумило та іншими.

Метою цієї праці є дослідження особливостей процесу переходу до режиму ІТ, зумовлених реаліями еконо-

мічної ситуації в Україні, які характеризуються турбулентними явищами в національній економіці в умовах воєнного конфлікту. Акцент зроблено на встановленні взаємозв'язку цілей монетарної та макропроденційної політики для забезпечення стабільного економічного зростання.

МОНЕТАРНА ПОЛІТИКА В УКРАЇНІ З ПОЗИЦІЇ МАКРОЕКОНОМІЧНОЇ СТАБІЛЬНОСТІ

Особливості процесу проведення монетарної політики в Україні є предметом багатьох наукових дискусій. Протягом останнього часу в ній відбуваються суттєві зміни, викликані переходом до режиму ІТ. Основним завданням грошово-кредитної політики Національного банку України визначено забезпечення цінової стабільності та досягнення відповідного рівня цільового показника інфляції, що встановлюється на наступний рік. Починаючи з 2009 року, Національному банку вдалося реалізовувати це завдання у межах встановлених діапазонів, але політико-економічні події в країні 2014 року внесли відчутні корективи в реалізацію головним регулятором банківської системи свого основного завдання (див. графік 1).

Ситуація, що склалася в українській економіці у 2014 році, змусила головного регулятора підняти цільовий показник інфляції до рівня 12%, попри тенденцію до зниження інфляційних очікувань, що спостерігалася протягом останніх п'яти років. Саме монетарна політика вважається тим інструментом, що дає можливість забезпечити стабільне макроекономічне середовище. Сьогоднішні реалії національної економіки свідчать про недостатню ефективність монетарної по-

літики в поточних умовах. Негативним тлом залишаються високі інфляційні та девальваційні очікування, що, поряд з проблемою значної доларизації економіки, формують відповідні протиріччя в цілях використання інструментів монетарної політики.

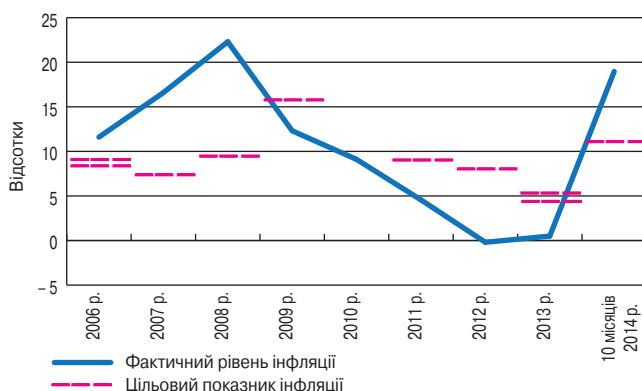
Монетарна політика попередніх років призвела до знецінення гривні та збільшення розриву між фактичним і зваженим значеннями валютного курсу національної грошової одиниці. Це, безумовно, спричинило поглиблення циклічної рецесії, що негативно позначилося на монетарних показниках (див. графік 2). Так, станом на жовтень 2014 року в Україні спостерігався вплив депозитів як у національній, так і в іноземних валютах, що свідчить про недовіру до вітчизняної банківської системи з боку економічних агентів. На 51.2% порівняно з 2013 роком зменшилися міжнародні резерви, які на початок 2015 року становили близько 8 млрд. дол. США.

На сьогодні всі фінансові механізми в українській економіці викривлено, що унеможливує дію трансмісійних каналів монетарних інструментів. Накопичено значні економічні дисбаланси, які й надалі підсилюватимуться, виходячи з політичної ситуації в південно-східних областях країни. У такій ситуації неможливо, використовуючи окремий монетарний інструмент, досягти бажаного.

Процентний канал, який може бути головним інструментом впливу центрального банку на інфляційні процеси, в Україні не виконує своєї функції, оскільки для цього потрібен організований грошовий ринок, спроможний забезпечити зміну кредитних ставок як ланцюгову реакцію на зміну облікової ставки.

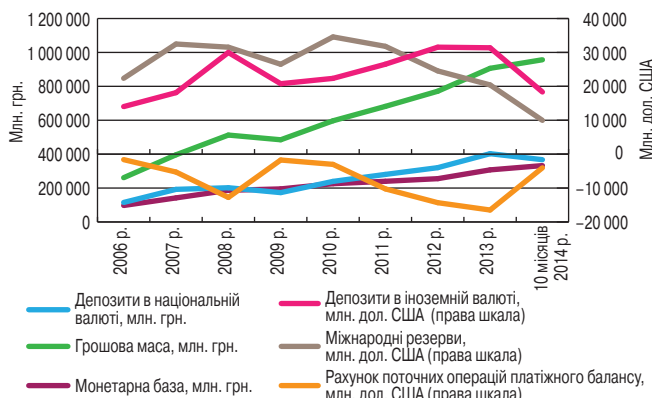
Сьогодні в Україні не можна роз-

Графік 1. Інфляція в Україні: зміна індексу споживчих цін на кінець періоду та цільовий показник інфляції за 2006–2014 рр.



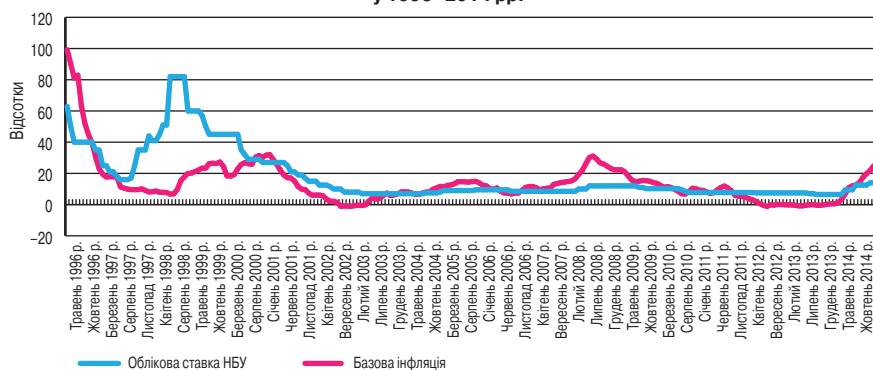
Джерело: побудовано авторами за даними [4].

Графік 2. Монетарні показники України у 2006–2014 рр.



Джерело: побудовано авторами за даними [4].

Графік 3. Динаміка зміни облікової ставки НБУ та базової інфляції в національній економіці у 1996–2014 рр.



Джерело: побудовано авторами за даними [4].

глядати облікову ставку Національного банку як єдиний інструмент, здатний уповільнити інфляційні процеси в країні (див. графік 3). Підвищення облікової ставки Національним банком у сучасних складних економічних умовах може слугувати лише інформативним орієнтиром жорсткої монетарної політики Національного банку, що надаватиме позитивний сигнал ринковим економічним агентам щодо стримування інфляції в країні.

За таких обставин Національному банку досить складно використовувати таргет монетарної бази або валютного курсу під час проведення монетарної політики, ефективність реалізації якої сьогодні зіштовхується з відповідними макроекономічними проблемами, викликаними внутрішніми та зовнішніми факторами (див. таблицю 1).

Так, за даними Міжнародного валютного фонду в Україні за перші 10 місяців 2014 року падіння ВВП сягнуло 6.5% (див. таблицю 1). Це дійсно менше, ніж під час кризи 2008 року, з якою останнім часом порівнюють нинішню ситуацію в Україні, проте на тлі суттєвого дефіциту бюджету, зростання державного боргу по відношен-

ню до ВВП (понад 65%), зменшення обсягів інвестицій по відношенню до ВВП (майже 8%), а також поглиблення збройного конфлікту на Донбасі, підсилюються негативні наслідки для української економіки, що відображається в прогнозних показниках на 2015 рік.

Як бачимо, сьогодні в українській економіці викривлено стимули економічних агентів до заощадження та інвестування, спостерігається відхилення фактичних цін товарів від оптимальних рівнів з позиції суспільного попиту.

За таких умов достатню увагу слід приділяти непрямим інструментам монетарної політики: депозитним аукціонам, операціям на відкритому ринку. Безумовно, монетарна політика за режиму ІТ повинна бути гнучкою, а саме: поєднувати жорсткі інструменти в період фінансової кризи та більш м'які – під час дезінфляції. Проте досягнення цільового орієнтира інфляції в результаті переважно рестрикційної політики Національного банку не дасть суттєвого ефекту. В цьому сенсі не варто недооцінювати немонетарні фактори інфляції. Економічна влада в Україні повинна мак-

симально задіяти інструменти щодо обмеження внутрішнього попиту, а фіскальна політика має спрямовуватися на скорочення бюджетних витрат і лібералізацію економіки. Інакше Національний банк потребуватиме значно більше часу для зведення до мінімуму відхилення інфляції від запланованого діапазону.

ФІНАНСОВІ “РЕПРЕСІЇ”: СВІТОВА ПРАКТИКА

Отже, на етапі переходу до повномасштабного ІТ вітчизняна монетарна політика повинна характеризуватися відповідною жорсткістю, що накладає обмеження на фінансовий ринок, на посередників та на послуги, а також підсилює валютний контроль.

У світовій практиці під такими заходами розуміються фінансові репресії, що включають будь-які види морального переконання, фінансової політики, законодавчих механізмів, фіскальної політики тощо [8].

Характерними інструментами для “репресованої” фінансової системи є встановлення меж номінальних процентних ставок, вибіркової розподіл кредитів з огляду на соціальні пріоритети, високий мінімальний розмір обов’язкових резервів, примусовий розподіл державних цінних паперів комерційним банкам, обмеження щодо портфеля активів, відсутність конкурентної системи, управління капіталом.

Донедавна у науковій літературі переважала думка, що фінансові репресії в економіці призначені для фінансування дефіцитів бюджету і державного боргу, для запобігання фіскальних шоків, для збереження бюджетної дисципліни на ринку [5]. Основна модель, яка реалізовується при цьому, визначає уряд як інститут, що є головним регулятором процесів на фінансовому ринку, дій центрального банку задля реалізації цілей, спрямованих на покриття державних витрат у разі відмови від прямих податків. Причому механізми реалізації можуть бути різними, але ціль одна. Прикладом цього можуть слугувати економіки Китаю та Індії. Так, у Китаї реалізується політика низьких процентних ставок для пільгового фінансування державного сектору, а в Індії таке фінансування здійснюється через норматив ліквідності для комерційних банків (які повинні тримати 23% своїх активів у державних облігаціях). Слід зазначити, що фінансові системи ба-

Таблиця 1. Базові макроекономічні показники української економіки за 2008–2015 рр.

| Показник | Роки | | | | | | | | Відсотки |
|--|-------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|----------|
| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014* | 2015* | |
| Темп зростання ВВП | 2.30 | -14.80 | 4.10 | 5.19 | 0.25 | -0.04 | -6.50 | 1.00 | |
| Обсяг інвестицій до ВВП | 27.94 | 17.06 | 18.47 | 20.74 | 18.40 | 15.70 | 8.16 | 7.75 | |
| Національні заощадження до ВВП | 20.85 | 15.58 | 16.26 | 14.47 | 10.29 | 6.55 | 5.64 | 5.23 | |
| Інфляція на кінець періоду | 22.31 | 12.31 | 9.10 | 4.56 | -0.20 | 0.50 | 18.97 | 9.00 | |
| Річна зміна імпорту товарів та послуг | 13.49 | -41.62 | 15.01 | 21.93 | 2.07 | -4.13 | -21.36 | -1.24 | |
| Річна зміна експорту товарів та послуг | 2.28 | -24.23 | 9.29 | 6.46 | 1.73 | -6.72 | -8.41 | 4.78 | |
| Рівень безробіття | 6.36 | 8.84 | 8.10 | 7.86 | 7.53 | 7.17 | 9.97 | 9.80 | |
| Обсяг державних кредитів до ВВП | -3.17 | -6.26 | -5.76 | -2.76 | -4.29 | -4.82 | -5.77 | -3.93 | |
| Державний борг до ВВП | 18.34 | 31.94 | 38.42 | 34.46 | 35.17 | 38.71 | 65.33 | 71.43 | |

*Прогноз МВФ станом на жовтень 2014 року.

Джерело: [3].

гатьох розвинутих країн світу через значну кількість обмежень у вигляді комплексу політичних заходів, формальних правил та неформальних елементів управління можна вважати “репресованими” (таблиця 2).

Такий контроль урядом фінансової системи має низку переваг для економічного розвитку, що пов’язано:

1) зі збільшенням норми національних заощаджень, а також посиленням реальної грошової експансії у виробничій сфері, наслідком чого є зростання ВВП, низька інфляція у разі низьких процентних ставок за умов відсутності альтернативних інвестицій;

2) з можливістю управляти валютним курсом та обсягом ліквідності у випадку закритого рахунку операцій з капіталом;

3) з можливістю поєднувати швидкий приплив капіталу в економіку зі збільшенням валютних резервів та стримуванням інфляційних процесів;

4) зі створенням біфуркацій у грошово-кредитній експансії за умов наявності банківських депозитів і кредитів як основи відповідно заощаджень та фінансування.

Слід зазначити, що формування сьогодні в Україні “репресованої” фінансової системи без втрати ознак її ринковості повинно відбуватися, виходячи з пріоритетів наявності обов’язкових умов переходу до ІТ, зважаючи на фактичний двозначний рівень інфляції.

Саме за таких умов вітчизняній економіці вдасться позбутися недоліків, характерних для “репресованих” фінансових систем у тривалому періоді їхнього існування, якими є:

1) розвиток тіньового кредитування, так званого shadow banking;

2) нерівномірне економічне зростання, внаслідок чого зменшується роль внутрішнього попиту як потенціалу росту;

3) наявність конфлікту між заходами щодо пожвавлення ділової активності, інструментами “м’якої” монетарної політики та регулятивними заходами;

4) посилення фіскальної політики, що може призвести до падіння ВВП, зростання дефіциту бюджету, соціальної напруженості;

5) адміністративне регулювання фінансової системи, яке сприяє появі суб’єктивного фактора, пов’язаного з високою ймовірністю виникнення шоків, криз, ланцюгової реакції системного ризику;

6) структурні дисбаланси в економіці

Таблиця 2. Приклади підпорядкованих фінансових ринків у країнах світу

| Країна / рік | Зміст заходів | Відсотки |
|--|--|----------|
| Франція (2010) | Переведення коштів Пенсійного резервного фонду (після його ліквідації) до Каси погашення державного боргу, тобто підпорядкованого покупця офіційного боргу Франції. Це стало свідченням радикального переходу в розподілі активів від довгострокових до короткострокових | |
| Ірландія (2010) | Використання національного пенсійного резерву для рекапіталізації банків. Цей резерв використовувався також для фінансування капітальних витрат уряду. Уряд також запропонував фінансувати програми створення робочих місць за рахунок збору з приватних пенсійних фондів | |
| Японія (2010) | Скасування приватизації пошти Японії (яка керує великою ощадною системою і є значним фінансовим конгломератом) і підвищення лімітів на депозити (у 2 рази підвищено суму, яку вкладники можуть тримати в ній, та підвищено ліміти страхування життя). Пошта Японії традиційно є вкладником (75%) своїх активів у державні облигації Японії, тому це розширює можливості потенційних покупців державного боргу Японії | |
| Португалія (2010) | Повернення раніше приватизованої пенсійної системи португальської телекомунікаційної компанії “Португал телеком” (Portugal Telecom) уряду Португалії. Уряд значно скоротив дефіцит бюджету для дотримання відповідних цільових показників ЄС | |
| Іспанія (2010) | Встановлення верхніх меж для процентних ставок за депозитами. Мінфін вимагав від організацій, що пропонують ставки за депозитами вище ринкових, подвоїти їхні відрахування до Фонду гарантування вкладів | |
| Великобританія (2009) | Підвищення частки обов’язкових авуарів у державних облигаціях. Від банків, інвестиційних фондів (компаній) та дочірніх підприємств або відділень іноземних установ вимагалось зберігати більше державних цінних паперів високої якості та скоротити залежність від короткострокового фінансування на 20%. Приватизація Королівської пошти | |
| Бразилія (2008, 2009, 2010), Чехія (2008), Угорщина (2011), Індонезія (2010), Корея (2009, 2010), Перу (2009, 2010), Філіппіни (2010), Польща (2011), Росія (2010, 2011), Південно-Африканська Республіка (2010), Таїланд (2010), Туреччина (2010) | Ці країни застосували один чи декілька заходів для обмеження припливу іноземного капіталу до своїх економік | |

Джерело: [6; 7].

міці при розподілі ресурсів;

7) створення недоброякісного конкурентного середовища;

8) дефіцит кредитних ресурсів для приватних компаній.

ФОРМУВАННЯ “РЕПРЕСОВАНОЇ” ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ В УКРАЇНСЬКИХ РЕАЛІЯХ

Проте найважливішим є те, що запровадження фінансових репресій в Україні повинно відбуватись одночасно за всіма напрямками.

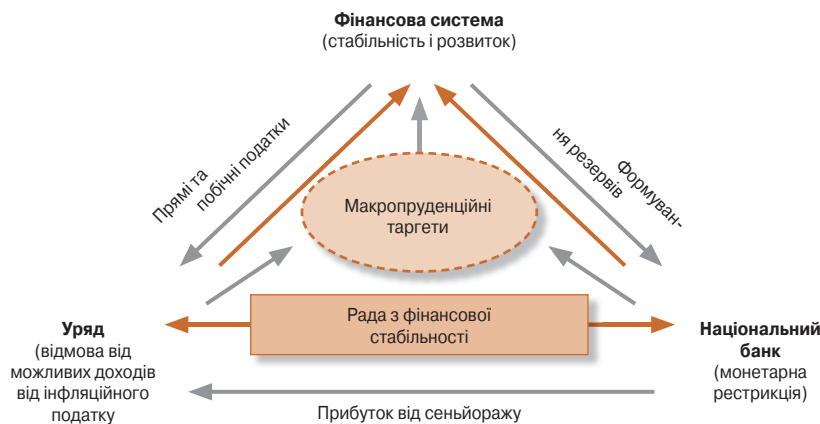
Це не лише інфляція, а й валютний курс, грошова маса, ставка процента, валютні резерви, тимчасове регулювання відсоткових ставок у бік зниження, леверидж тощо. Тобто Національний банк повинен здійснювати так зване мультитаргетування, в основу якого покладено перехід від стану розбалансованості, великих ризиків до більш волатильного стану фінансової сфери за рахунок одночасного таргетування грошової маси, інфляції, процента, коридору валютного курсу. Валютний курс у системі мультитаргетування являтиме собою змінну величину, вплив на яку визначатиметься операціями центрального банку.

Водночас заходи щодо таргетування має реалізовувати не лише Націо-

нальний банк, а й уряд України. Це зниження фіскального навантаження, податкове стимулювання “довгих грошей” та прямих інвестицій, збільшення норми заощаджень, диверсифікація власності на користь середнього класу, роздрядження, запровадження особистих пенсійних рахунків та інші заходи для переходу до “фінансового посилення”. Ці заходи повинні не обмежувати, а стимулювати економічні процеси в країні. “Мультитаргетування” в Україні за монетарним напрямом та напрямом державних фінансів має бути запроваджено з огляду на макроекономічну ситуацію в країні та встановлюватись згори для всієї фінансової системи. Це не передбачає врахування інтересів окремих банків та небанківських фінансових установ, визначення пріоритетних галузей для розвитку тощо. Слід зазначити, що не уряд, а саме ринок та сформований ним економічні відносини повинні визначати галузеві пріоритети, які важливі для держави з точки зору бюджетних надходжень, створення робочих місць тощо. За таких умов цей процес являтиме собою не що інше, як макропруденційне таргетування.

Українська модель “репресованої” фінансової системи за умов мініміза-

Схема. Макропруденційне таргетування як джерело фінансової стабільності в Україні



Джерело: запропоновано авторами.

ції незалежності Національного банку повинна передбачати пріоритетність формування стабільності фінансової системи перед першочерговістю покриття державних витрат. У цій моделі Національний банк та уряд України мають знаходитися на одному рівні ієрархії управління фінансовою стабільністю та реалізувати монетарну і фіскальну політику в тісній координації (див. схему).

Зазначимо, що для ефективної реалізації запропонованої схеми в українських реаліях важливо визначити граничний рівень інфляції, що забезпечить оптимальний економічний розвиток країни і дасть змогу скоригувати величину державного боргу за рахунок прийнятого урядом рівня інфляційного податку. Фінансові репресії в цій схемі повинні виступити як інструмент доповнення, а не заміни ринкових державних заходів впливу щодо підтримання стабільності вітчизняної фінансової системи.

Сьогодні для забезпечення цінової стабільності необхідно розробити схему пріоритетів квазіринкового обмеження за всіма напрямками монетарної політики. Реалізувати таку схему можна в "репресованій" фінансовій системі, що передбачає розширення адміністративного втручання центрального банку у вигляді запровадження відповідних обмежень (ліміти, границі, нормативи) без порушень ознак ринковості. Відповідно до цілей, у числі яких можуть бути уповільнення інфляційних процесів в економіці, зниження вартості грошей, розширення або звуження фінансування економіки, та з огляду на основні переваги і недоліки "репресованої" фінансової системи в ній слід запровадити режим "мультитаргетування" за

обраними напрямками (інфляція, валютний курс, грошова маса, насиченість кредитами, процент, валютні резерви), що визначаються часовим горизонтом монетарної політики. Режим "мультитаргетування" може стати для Національного банку одним зі шляхів переходу від розбалансованості вітчизняної фінансової системи до більш збалансованого її стану.

Ефективність монетарних заходів Національного банку в "репресованій" фінансовій системі визначатиметься глибиною узгодженості його дій з урядом у напрямках фінансового розвитку, що передбачає зниження податків, фіскальне стимулювання "довгих грошей" та прямих інвестицій, зростання норми накопичення, диверсифікацію власності, появу нових класів інвесторів. Концептуальною основою цього є макропруденційне таргетування як особливий режим забезпечення стабільності та розвитку за наявності відповідних дисбалансів в економіці. Тільки в такому випадку національна фінансова система буде збалансованою щодо ризиків глобальних фінансів, а також матиме здатність генерувати "довгі гроші" та забезпечувати економічне зростання.

ВИСНОВКИ

Фінансові репресії в українській економіці на етапі переходу до повномасштабного ІТ повинні стати невід'ємною частиною інструментарію основних державних регуляторів, покликаних контролювати величину ризику у вітчизняній економіці. Тільки спільні зусилля Національного банку України, який здійснює жорстку монетарну політику та відмовляється від частини прибутку від

сеньйоражу на користь уряду з метою фінансування державного боргу, та уряду, який відмовляється від можливих доходів від інфляційного податку з метою стримування інфляційних процесів у національній економіці, забезпечать стабільність та розвиток фінансової системи в країні. Все це дасть змогу Україні подолати "викривлені фінанси" та забезпечити незалежність Національного банку, який стане своєрідним "центральним банком розвитку", що ставить за мету не лише цінову, валютну, фінансову стабільність, а й економічне зростання, збільшення фінансової глибини.

Список використаних джерел

1. Меморандум про економічну та фінансову політику: Лист про наміри від 22 квітня 2014 р. [Електронний ресурс]. — Міністерство фінансів України. — Режим доступу: http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=399100&cat_id=54623.
2. Основні засади грошово-кредитної політики на 2015 рік // Рішення Ради Національного банку України від 11.09.2014 р., № 28. — (Ukrainian source).
3. Офіційний веб-сайт Міжнародного валютного фонду [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.imf.org>.
4. Офіційне інтернет-представництво Національного банку України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua>.
5. Denizer C. The political economy of financial repression in transition economies / Cevdet Denizer, Raj M. Desai, Nikolay Gueorguiev // International Finance Corporation, Central Asia, Middle East, and North Africa Department and World Bank, Private Sector Development Department. — 1998. — Vol. 2030.
6. Kirkegaard J. F. The Return of Financial Repression in the Aftermath of the Great Recession / Jacob F. Kirkegaard, Carmen M. Reinhart // Peterson Institute Working Paper (Washington: Peter G. Peterson Institute for International Economics), 2011.
7. Magud N. E. Capital Controls: Myth and Reality — A Portfolio Balance Approach / Nicolas E. Magud, Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff // Peterson Institute Working Paper (Washington: Peter G. Peterson Institute for International Economics, February), 2011.
8. Van Riet Ad. Financial repression to ease fiscal stress: turning back the clock in the eurozone? / Ad Van Riet // Banco Central do Brasil 8th Annual Seminar on Risk, Financial Stability and Banking, São Paolo, 2013.