

УДК 336.748.3:336.02(045)

БІЛЕНКО Т.І.,кандидат економічних наук, доцент,
професор кафедри економічної теорії
Національного авіаційного університету**ЗАСАДНИЧІ ПРИНЦИПИ ВИБОРУ АДЕКВАТНОГО РЕЖИМУ
ВАЛЮТНОГО КУРСУ І ЙОГО ВПЛИВ НА ЕФЕКТИВНІСТЬ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ
В РЕАЛЬНОМУ СЕКТОРІ ЕКОНОМІКИ**

Анотація. В статті розкриваються переваги і недоліки варіантів режиму вільно плаваючого валютного курсу і режиму фіксованого валютного курсу та їхні наслідки в сфері реалізації завдань фіскальної, монетарної та політики імпорتنих обмежень по впливу на показники реального, валютно-фінансового та зовнішньоекономічного секторів української економіки в умовах сучасних особливостей її функціонування.

Ключові слова: валютний режим вільного плавання, режим фіксованого валютного курсу, інфляція, офшоризація, монетарна політика, фіскальна політика, облікова ставка відсотка, платіжний баланс, девальвація валюти, державний бюджет, дефолт, бенефіціари.

Биленко Т.И., кандидат экономических наук, доцент, профессор кафедры экономической теории Национального авиационного университета

**БАЗИСНЫЕ ПРИНЦИПЫ ВЫБОРА АДЕКВАТНОГО РЕЖИМА
ВАЛЮТНОГО КУРСА И ЕГО ВЛИЯНИЕ НА ЭФФЕКТИВНОСТЬ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ В
РЕАЛЬНОМ СЕКТОРЕ ЭКОНОМИКИ**

Аннотация. В статье раскрываются преимущества и недостатки вариантов использования режима свободно плавающего валютного курса и режима фиксированного валютного курса и их последствия в сфере реализации задач фискальной, монетарной и политики импортных ограничений по влиянию на показатели реального, валютно-финансового и внешнеэкономического секторов украинской экономики в условиях современных особенностей её функционирования.

Ключевые слова: валютный режим свободного плавания, режим фиксированного валютного курса, инфляция, офшоризация, монетарная политика, фискальная политика, учетная ставка процента, платёжный баланс, девальвация валюты, государственный бюджет, дефолт, бенефициары.

Bilenko T.I., Ph.D. in Economics, Professor of Economic Theory Department, Institute of Economics and Management, National Aviation University

**BASIC PRINCIPLES OF ADEQUATE CURRENCY EXCHANGE REGIME CHOICE AND
IT'S INFLUENCE ON THE EFFICIENT MONETARY POLICY IN THE REAL SECTOR OF ECONOMY**

Abstract. The article reveals the pluses and minuses of free floating currency exchange regime and fixed currency exchange regime variants of use and their consequences in the sphere of the tasks realization of fiscal, monetary and import restrictions policies on the way of their influence upon the real, financial and external sectors of Ukrainian economy under its specific contemporary conditions.

Keywords: free floating regime, fixed currency regime, inflation, offshores, monetary policy, fiscal policy, refinancing rate, balance of payment, currency devaluation, state budget, default, beneficiaries.

Постановка проблеми. Головними видами економічної політики держави, широко висвітленими в науковій пресі, виступають фіскальна політика, монетарна політика, політика доходів та валютно-курсова політика як різновид зовнішньоекономічної, що, в свою чергу, поєднує зовнішньоторгівельну політику, політику зовнішнього руху капіталів (інвестицій і запозичень на світовому ринку) з окремими інструментами та заданими цілями в ієрархії «дерева цілей» монетарної політики. Різними українськими авторами всебічно висвітлювалась діяльність продуцентів цих видів політики – Міністерства фінансів, Національного банку України, Міністерства економіки та Міністерства соціальної політики, та функції, які вони акумулювали. Наголошувалось, що Мінфін, наприклад, завжди має поєднувати в собі бюджетну й податкову політику, а також політику державних закупівель, як елемент загальної фіскальної політики, й політику управління державним боргом. Так чи інакше, ці головні економіко-політичні інститути можуть застосовувати взаємопогоджені підходи й інструменти, що дає в кінцевому підсумку синергійний позитивний ефект впливу на ситуацію в реальному секторі економіки, а можуть діяти врозрід одна одній, призводячи до «погашення» ефектів впливу на реальні інвестиції, на можливості полегшення умов кредитування, на зростання реального ВВП, на інфляцію, на розмір чистого експорту, або на стан платіжного балансу.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Як відомо із праць таких видатних макроекономістів як Г. Менкью, Ед. Долан, В. Геєць, В. Лановий, кожний різновид цих політик має свої внутрішні і зовнішні лаги, до того ж з поправкою на поточні звичаєві особливості даної окремої країни. Так, внутрішній лаг (або термінуздження і прийняття) фіскальної політики великий, а зовнішній (ефективний вплив в підсумку, що відслідковується в реальному секторі економіки) – короткий, тоді як внутрішній лаг монетарної політики (а особливо у операцій на відкритому ринку порівняно з такими інструментами, як періодичність зміни облікової ставки ЦНБ чи нормативу обов'язкових резервних відрахувань) – короткий, а от зовнішній лаг – довгий (тобто порівняно більше часу треба, щоб відслідкувався ефект в реальному секторі від задіяного того чи іншого інструменту монетарної політики).

На думку автора, вплив, а отже й врахування, цих часових лагів – запізньєнє набуває особливого значення під кутом зору точного часового попадання обраних інструментів фіскальної або монетарної (чи тієї й іншої в певних інструментальних поєднаннях заради взаємопідсилюючого ефекту на економіку) політики в певну фазу економічного циклу в країні. Бо можлива така ситуація, що наприклад, проінвестиційна спрямованість експансіоністської фіскальної політики ще й у поєднанні з політикою «дешевих грошей» як різновидом монетарної політики попадуть через свої внутрішні та зовнішні часові лаги із значним запізненням в реальний сектор економіки, в якому вже не потрібно так масовано підганяти економічне розширення, бо там вже назріла фазова точка економічного буму, а отже заходи стимулюючої фіскальної і монетарної політики, що значно запізнились, можуть виявитись драматично недоречними. І така сама картина в інших економічних умовах, коли економіка «перегривається на піку», або ж якщо на перший план за актуальністю цілепокладання висувається інфляція, і владні регулювальники вирішують пом'якшити занадто вирісший сукупний попит (або боротись з інфляцією, як в Україні, і одночасно вирішити проблеми з дефіцитом бюджету і держборгами), і обирають дискреційну фіскальну політику збільшення податкового тиску і жорстку монетарну політику по обмеженню кількості грошей в каналах грошового обігу виходячи з антиінфляційних міркувань, але не враховують часових лагів, то їхні інструментальні заходи не попадуть своєчасно в потрібну фазу циклу і прийдуть якраз тоді, коли економіка вже відреагувала автоматично на кризу нерезалізації продукції і «закрила двері заводів», тобто перейшла на самоскорочення і вже демонструє всі ознаки економічної кризи. Тобто коли економіка вже має фазу кризи, до неї нарешті докотились ще й інструменти дискреційного впливу по згоранню активності й інвестицій. Тобто можливе повне неспівпадання в часі цілей стимулюючої/стримуючої політики з певними потребами реального сектору, які вже вимагають на своїй фазі циклу зовсім протилежного інструментарію впливу від держави.

Метою статті є аналіз принципів вибору різних режимів валютного курсу, розкриття порівняльних переваг і недоліків вільно плаваючого валютного курсу та режиму фіксованого валютного курсу щодо наслідків їхнього впливу на показники реального сектора, валютно-фінансового та зовнішньо-економічного секторів під час реалізації тих чи інших напрямів фіскальної і монетарної політики в умовах специфічних особливостей функціонування української економіки.

Виклад основного матеріалу. Окремою проблемою завжди є вибір цілепокладання для окремої фіскальної чи монетарної політики залежно від того, який ми маємо на увазі аспект: короткостроковий чи довгостроковий, особливо це актуально для вибору пріоритетності інвестицій або збалансованого держбюджету.

До найбільш руйнівних факторів «економічного тла» слід віднести проблему урядової заангажованості, коли економічна політика слабо враховує конфлікти інтересів різних видів бізнесових і олігархічних структур і обирає пріоритети або експорт – орієнтованої стратегії або імпорт – орієнтованої.

Треба також завжди враховувати ступінь економічної відкритості економіки даної країни, тобто ступінь її інтегрованості у світогосподарські зв'язки у глобалізованому економічному середовищі. Якщо, наприклад, США традиційно вважаються моделлю великої відкритої економіки, в якій частка чистого експорту є порівняно невеликою в загальній структурі ВВП, то Україна теоретично відноситься до моделі малої відкритої економіки. Це країна, в якій за попередні роки частка експорту досягла 61% від ВВП, і вплив кон'юнктурних коливань світового ринку для неї часто означав економічний зріст чи економічну рецесію від року до року, що деформувало логіку власного внутрішнього економічного циклу і переводило його на рейки зовнішньоекономічного циклу в дуже стислі строки.

Важливим фактором для розробки адекватної поточному моменту фіскальної і монетарної політики є також врахування «тіньових» виробничих можливостей українського реального сектору: мається на увазі 50% тіньового сектору в країні, що виробляє також ВВП, але частка останнього не враховується в офіційному статистично обрахованому ВВП, приносячи вагомий неоподаткований прибуток своїм продуцентам. Крім того, як можна задавати цільові параметри економічних показників в тій чи іншій обраній фіскальній чи монетарній стратегії, якщо не закриті канали відтоку доларових прибутків з України, якщо зберігаються канали залишення експортної валютної виручки за кордоном на термін в 6 місяців або й більше, якщо ці валютні прибутки цілком легально осідають на банківських рахунках в офшорних зонах? Майже риторичним видається на сьогодні питання про те, яка ж все-таки частка українського ВВП виробляється вітчизняними виробниками (платниками податків до українського держбюджету), яка іноземними за певною часткою в капіталі або записаними чи діючими в інтересах неофіційних іноземних бенефіціарів (в тому числі платників податків інших країн) і яка компаніями, зареєстрованими в офшорах. Адже виходить так, що розроблені заходи, наприклад, фіскальної політики, будуть стосуватись зовсім невеликої частки економічних суб'єктів ринку, що уособлюють собою платників податків до українського бюджету, а, значить, будуть чутливими до тих чи інших інструментів впливу державної податкової політики, яка ставить собі за мету до того ж не стільки сприяти розвитку вітчизняних інвестицій, скільки

першочергово вирішувати проблеми збалансування державного бюджету (ще й на тлі воєнних втрат!) і погашення державного боргу. Тобто не виключено, що заходи монетарної і особливо фіскальної політики дотичні лише до однієї другої або й менше усіх суб'єктів бізнесу, що насправді несуть на собі тягар оподаткування. Таким чином, треба враховувати, розробляючи певну фіскальну політику, структуру суб'єктів власності великого і частково середнього бізнесу, враховувати низьку сучасну податкову дисципліну малого бізнесу і реалістично обрахувати свої кінцеві можливості і очікувані результати, тобто параметри впливу не тільки на стан фінансової сфери, а й на реальний сектор економіки.

Ефективність певної фіскальної політики, монетарної політики чи політики імпорتنних обмежень (стимулюючого характеру або ж, навпаки, стримуючого) залежить, як відомо, від обраного в даній країні режиму плаваючого чи фіксованого курсу валюти. Так, у випадку застосування *плаваючого курсу валюти, стимулююча бюджетно-податкова політика* не приводить до позитивних змін у динаміці реального сектора, не приводить до збільшення ВВП, але сприяє збільшенню обмінного курсу національної валюти (e) і зменшенню чистого експорту (X_N).

В умовах *плаваючого валютного курсу* в країні наслідками *стимулюючої кредитно-грошової політики* буде девальвація національної валюти (зниження її обмінного курсу відносно іншої світової валюти, наприклад, долара), що дає змогу наростити експорт і, таким чином, збільшити чистий експорт (X_N) і збільшити обсяги національного випуску (ВВП).

Політика імпорتنних обмежень (підняття тарифів і імпорتنних мит) в умовах *плаваючого валютного курсу* призводить до збільшення курсу національної валюти (e), але ніяким чином не позначиться на динаміці чистого експорту (X_N) та обсягу ВВП.

Ці економічні наслідки були свого часу доведені в широко відомій макроекономічній моделі Манделла-Флемінга. З цієї ж моделі витікає, що в умовах застосування певною країною з малою відкритою економікою режиму *фіксованого валютного курсу* наслідками *стимулюючої бюджетно-податкової політики* буде досягнення позитивного внутрішнього ефекту у вигляді росту ВВП (на відміну від індиферентності реального сектору економіки у випадку стимулюючої фіскальної політики на тлі режиму плаваючого валютного курсу), але обмінний курс при цьому не змінюється, залишаючись головною умовою фіксованого курсу. Зовнішній сектор також залишається індиферентним: обсяги чистого експорту (X_N) не змінюються. Тобто, якщо країна орієнтована в своїх економічних інтересах перш за все на позитивний ефект в реальному внутрішньому секторі економіки (ВВП), а не в досягненні вигравів у зовнішньоекономічному секторі, то саме *режим фіксованого курсу* надає заходам стимулюючої бюджетно-податкової політики (зменшення податків та збільшення державних закупівель у вітчизняному бізнес-секторі) можливість отримати позитивні внутрішньоекономічні результати при індиферентності зовнішньоекономічного сектора і обмінного курсу валюти ($e = \text{const}$, $X_N = \text{const}$). Нагадаємо, що наслідки тієї самої стимулюючої фіскальної політики в умовах *плаваючого обмінного курсу* були протилежними, а саме: індиферентність внутрішнього сектора як підсумок зодного боку фіскального стимулювання зростання ВВП, але в той же час зменшення ВВП за рахунок зменшення в ньому частки чистого експорту X_N через вільне зростання плаваючого валютного курсу національної валюти.

Що стосується наслідків *стимулюючої кредитно-грошової політики* (зниження облікової ставки відсотка "ч", зменшення нормативу обов'язкових резервних вимог "r", скупку державних цінних паперів на відкритому ринку), в умовах режиму *фіксованого валютного курсу* її економічні наслідки впливу як на внутрішній, так і на зовнішній сектори будуть нульові. Тобто за умов обрання саме режиму фіксованого валютного курсу єдиною метою НБУ стало б підтримання сталості фіксованого курсу національної валюти, а будь-які впливи стандартних інструментів монетарної політики на внутрішній і зовнішній сектор економіки були б взаємно компенсовані.

І наостанок, зробимо порівняльний аналіз економічних наслідків впливу *політики імпорتنних обмежень* в умовах режиму фіксованого валютного курсу порівняно з режимом плаваючого курсу. Оскільки головною умовою режиму *фіксованого курсу* залишається підтримка національним банком сталого значення обмінного курсу валюти, то в умовах підвищення митних зборів з метою зміцнення конкурентоздатності вітчизняних виробників, в тому рахунку на зовнішніх ринках, це приводить до збільшення чистого експорту X_N і до збільшення обсягів ВВП, тобто до позитивних результатів і у внутрішньому і у зовнішньому секторах. Якщо порівняти ці досягнення з результатами протекціоністської політики на тлі *режиму плаваючого валютного курсу*, то там не було цих позитивних збільшень ВВП і чистого експорту. Було досягнуто лише позитивного впливу на збільшення обмінного курсу національної валюти, який, однак, мав дещо автономний характер, оскільки не позначився на результативності кінцевих економічних параметрів внутрішнього і зовнішнього секторів у підсумку.

Коли автор казав про стандартні інструменти стимулюючої монетарної політики, то мався на увазі саме стандартний перелік наведених заходів – інструментів, що повинен застосовувати Національний банк. Але в ситуації сьогоденної України національний банк вимушено зробив ряд монетарних заходів, які можна визнати як помилкові та як вимушені, до яких вдалися через існування величезної внутрішньої та зовнішньої заборгованості держави (зокрема НАК «Нафтогаз»), а також банківського сектору перед своїми вкладниками. Останньому сприяло банкрутування банків і великі обсяги емісії для повернення депозитів вкладникам через те, що в попередні часи існували дуже занижені нормативи по відрахуванню коштів комерційними банками до системи Фонду гарантування вкладів. А ще до того слід додати величезні майнові втрати держави в окупованому Криму і на Донбасі і вивід валютних коштів з України закордон (≈ 52 млрд. дол. за останні 10 місяців 2014-15 років), в тому числі українськими банками, що належали іноземним власникам і, зокрема Росії, яка володіла однією третиною банківської системи України. В цих надзвичайно важких умовах НБУ вдався до найбільш непопулярно-

го серед економістів заходу – до грошової емісії в розмірах біля 200 млрд. грн. протягом 2014-2015 років. Звичайно, що до стандартних заходів монетарної політики грошова емісія в таких величезних порівняно до ВВП 2014 року розмірах не відноситься, хоча й дає багатомільярдний сеньораж прибутку від емісії для центрального банку. З величезною натяжкою її можна умовно розглядати як стимулюючу грошову політику, оскільки остання в її класичному варіанті має на меті збільшення пропозиції грошей в каналах грошового обігу з метою стимулювання як інвестиційної діяльності, так і збільшення сукупного попиту. Але вся справа у співвідношеннях грошової маси до ВВП, в кількості емітованих грошей, в значеннях грошового мультиплікатора і, звичайно, як в Україні, в меті емітування величезної маси грошей – задля викидання цих грошей на міжбанківський валютний ринок і подальшої нестримної девальвації гривні (проблема пошуку бенефіціарів девальвації гривні виходить далеко за рамки даної статті), задля покриття заборгованості банківської системи перед своїми вкладниками у випадку банкрутств. Причому банкрутства влаштувалися штучно через інсайдерський кредитний вивід коштів не тільки з банківської системи України, а й в подальшому шляхом їх доларизації закордон.

Грошова емісія в Україні в 2014, 2015 роках на тлі діючого в цей час вимушеного, оскільки на цьому наполягав МВФ, *режиму плаваючого валютного курсу* не просто призвела до зниження курсу національної валюти, а просто обвалила його, але наслідки для X_t та для ВВП були геть відмінні від теоретичних: зламана структура співвідношень інструментів Монетарної політики і грубе переважання грошової емісії на тлі втечі закордон долларової маси зламало і прогнозовані в моделі наслідки. Замість теоретично очікуваних зросту чистого експорту і росту ВВП як наслідків *стимулюючої кредитно-грошової політики* в умовах *вільного плаваючого валютного курсу* не відбулося зростання фізичних обсягів старої української номенклатури експорту (лише сепаратизм на Донбасі результувався для української економіки в 25-відсотковому скороченні експорту); було лише зростання продукції аграрного сектору до ЄС протягом дії наданого в односторонньому порядку режиму вільної торгівлі для України з боку ЄС. Але в той же час чотирикратна девальвація гривні дала конкурентні цінові переваги за кордоном і великі обсяги грошової виручки українським експортерам, що певною мірою лише частково і в певних окремих галузях експорту може розглядатись як компенсація загальних значних втрат фізичних обсягів експорту і втрати традиційних ринків в останні роки.

В той же час лавина грошової маси не привела ні до якого збільшення українського ВВП, який за офіційними оцінками впав на 12 відсотків. Великі, непропорційні обсяги емісії ніяким чином не були пов'язані з ростом ВВП, тоді як з теорії відомо, що лише ріст фізичних обсягів ВВП має узгоджено впливати на відповідні темпи збільшення грошової маси згідно основного рівняння кількісної теорії грошей. Такі обсяги емісії були продиктовані проблемами фінансової заборгованості, а потім майже вийшли з-під контролю і на тлі вже діючої економічної кризи призвели лише до погіршення стану в реальному секторі економіки, оскільки девальвація валюти призвела до зовнішнього шоку збільшення витрат в національному виробництві, і на тлі майже двократного загального зростання цін призвела до розкручування стагфляції в Україні.

Весь вплив грошової емісії пішов у фінансово-кредитну і у валютну сферу і зламав усі пропорції, що були у цих сферах, а також у величезну споживчу інфляцію на рівні 190 за рівнем CPI, тобто до таких цифр, що вже забулись в 2000-х і в 2010-х роках в Україні.

А подальший сценарій подій по пристосуванню до ситуативних наслідків виявився ще більш драматичним. Не дивлячись на те, що Україні в теперішній час більше підходить режим фіксованого валютного курсу (чи, принаймні, режим обмежено гнучкого курсу), Національний банк України погоджується на вимогу МВФ запровадити і дотримуватись режиму вільного плаваючого валютного курсу, який зовсім не підходить країні, в якій інфляційне збільшення цін по деяким позиціям за рік досягло вже 100%, в якій девальвувалась втричі національна валюта, в якій в переддефолтному стані знаходиться державний фінансовий сектор, в якій абсолютно незбалансована хронічна дефіцитність платіжного балансу та до того ж іще й ведуться воєнні дії, що обходяться Україні в 1 млрд. грн. щоденно. Тоді виникає питання: чому ж тоді замість прийнятного режиму фіксованого курсу в умовах, коли треба боротись з інфляцією і з економічним спадом, Україні і надалі нав'язується режим вільно плаваючого валютного курсу, якого під силу дотримуватись лише країнам з великою валютною стійкістю, з стабільною економікою та з величезною валютною позицією? До країн, в яких виправдано підтримується режим «вільного плавання» належать США, Велика Британія, Японія, Канада, Швейцарія, країни ЄС, де діє «євро» та декілька країн третього світу. Тоді чому ж такий режим пропонується Україні? Все виявляється просто: в Україні просто немає власних потрібних обсягів золото-валютних резервів, щоб підтримувати стійкий (незмінний протягом певного часу) курс національної валюти шляхом викидання валютних резервів на міжбанківський валютний ринок задля операцій валютної інтервенції з метою підтримки гривні. На початок 2015р. в Україні в НБУ було лише 5,7 млрд. дол. Якщо додати до них ще 2,5 млрд. дол. в якості половини обсягу 1 траншу МВФ в розмірі 5 млрд. дол. із загальної суми 4-річного кредиту в 17,5 млрд. дол., то буде лише біля 8,5 млрд. дол. На найближчі 3 місяці – сума, зовсім недостатня, щоб шляхом валютних інтервенцій на ринку підтримувати «фіксований» курс нацвалюти. Для того, щоб мати технічну можливість підтримувати курс валюти і перейти на режим так потрібного економіці України фіксованого валютного курсу, Україні треба накопичити принаймні 38 млрд. дол. резервів, а їх немає і не скоро буде. Отже, перспектива видається такою: треба обирати між поганим і зовсім непридатним. В цих умовах, офіційно дотримуючись режиму вільно плаваючого курсу валюти, Україна фактично реалізувала на практиці режим множинності валютних курсів: це означає офіційний курс гривні для визначеного переліку операцій та ринковий курс гривні для всіх інших, який завдяки ажіотажному спекулятивному попиту на валюту був на значно нижчому курсовому рівні. Взагалі-то ситуація із завищенням офіційного курсу порівняно з ринковим є вигідною для покупців валюти задля здешевлення імпорту і

для уповноважених державних органів задля зменшення реальних виплат за зовнішнім боргом. Але в Україні, не дивлячись на зовнішню схожість, ситуація була все ж таки набагато відміннішою і загальний девальваційний стрибок курсу валюти в 4 – 4,7 разів, вочевидь, був вигідним лише для експортерів української продукції за кордон, особливо протягом того періоду часу, на який ЄС встановив в односторонньому порядку режим вільної торгівлі з Україною.

Однозначно можна зауважити, що перевагами встановлення *режиму плаваючого курсу* можна вважати наступне:

- 1) Досягнення автоматичного регулювання сальдо платіжного балансу;
- 2) Автоматичне збалансування платіжного балансу заохочує таку структуру національної економіки і, відповідно, зміни в ній, які відповідають потребам світової економіки з врахуванням світової кон'юнктури, завданню забезпечення порівняльної конкурентоздатності вітчизняної продукції та підтримки структури власності і бенефіціарних прав в галузях, що тісно інтегровані в світовий ринок;
- 3) В умовах режиму плаваючих курсів кредитно-грошова політика має реальні механізми впливу на реальний сектор (збільшення ВВП в разі стимулюючої монетарної політики і зменшення ВВП в разі стримуючої політики «дорогих грошей»), а також на обмінний курс валюти і сальдо балансу поточних операцій.

Але режим *вільно плаваючого валютного курсу*, навіть запроваджений в таких країнах як США та країни ЄС, чия стабільність не йде ні в яке порівняння з економічною нестабільністю України 2014–2015-х років, все одно має суттєві недоліки навіть для країн з міцною економікою і сильними зовнішньоекономічними позиціями, не кажучи вже про Україну, де ці загально прогнозовані недоліки можуть набути гіпертрофованого, руйнівного характеру. Отже, до недоліків слід віднести наступне:

- 1) Дестабілізація наслідків діяльності експортерів і імпортерів через зростаючі підприємницькі ризики на зовнішньоекономічних ринках та непередбачений ступінь флуктації валютного курсу;
- 2) Виникнення перекосів в структурі національного виробництва, що обумовлені орієнтованістю на експорт чи залежністю від імпорту, оскільки останні стимулюються чи, навпаки, стримуються завдяки впливу девальваційних чи ревальваційних трендів у змінах обмінного курсу валюти;

3) Реальний обмінний курс національної валюти не буде відповідати паритету купівельної спроможності, оскільки в умовах плаваючого режиму курс часто демонструє значні відхилення (в Україні, наприклад, ринкові значення коливань курсу гривні до долара змінювались протягом лютого 2014 р. – грудня 2014 р. від близько 8 грн за долар до 40 грн за долар у своїх максимальних значеннях відхилень) від паритету, що викликані суто спекулятивними чи «борговими» факторами;

4) Зростає амплітуда коливань значень таких економічних параметрів як безробіття та інфляція, оскільки девальвація гривні приводить до зростання експорторієнтованої частки виробництва і до зменшення безробіття в цих галузях, але одночасно до здорожчання імпортованих складових у собівартості вітчизняного виробництва, до зростання цін не лише на імпортовану продукцію, але й на вітчизняну через зовнішні інфляційні шоки пропозиції. Це продукує стагфляцію в національному секторі економіки, а, отже, на фоні скорочення сукупної пропозиції веде до зростання безробіття у всіх інших, окрім експорторієнтованого, секторах. Тут похідно слід зауважити, що в українській економіці процес ціноутворення, вважаючи на десятки інших причин, все ж таки традиційно в першу чергу орієнтується на обмінний курс гривні до долара, а тому інфляція, хоч і дещо меншими темпами, ніж курсове збезцінення національної валюти, але все одно залежить найбільше від значень темпу змін обмінного курсу. В першу чергу і найбільш пропорційно це відбувається в імпортованих галузях, а потім і в усіх без винятку галузях українського виробництва.

5) Якщо в двох країнах, що мали значний взаємний обсяг товарообігу, відбувається одночасно інфляційне зростання цін, а слідом за ним відповідно зростання відсоткових ставок, то в умовах режиму вільно плаваючих курсів це призведе до імпортування інфляції або до порівняно більших темпів інфляції в тій з двох країн, в якій обмінний валютний курс до долара впав більше. І навпаки, якщо в вашій країні рівень інфляції вищий, ніж в іншій ($p > p^*$), то й номінальний обмінний валютний курс (e) вашої країни зазнає значних девальваційних впливів ($\downarrow e = e p^* / p \uparrow$).

Відповідного дисбалансуючого впливу зазнають і такі показники, як сальдо платіжного балансу та балансу поточних операцій, зокрема. Захиститись від цих «переливів» інфляції може лише та країна, яка має потужні обсяги валютних резервів як гарантію міцності та можливості робити валютні інтервенції задля вирівнювання курсу власної валюти та превентивного запобігання втечі капіталу з власної економіки до інших країн.

Як відомо з теорії, якщо власник фінансового або спекулятивного капіталу закордоном очікує на зміни обмінного курсу національної валюти (e_1) порівняно з її значеннями на початку інвестиційного процесу (e_0), то компенсувати свої можливі валютні втрати він може, якщо в тій іншій країні йому запропонують порівняно більшу ставку відсотка по цінним паперах (i^*), ніж ставки відсотків в його країні (i).

А отже, якщо порівняно з внутрішньою ставкою відсотка (i) виявиться значно вищою запропонована йому по державних цінних паперів чи по інших зовнішніх запозиченнях ставка відсотка в тій другій країні, куди є намір інвестувати свої капітали (i^*), то за умови порушення рівняння $i - i^* = (1 + i^*) [(e_1 - e_0) / e_0]$, можуть виникнути умови, що сприятимуть перетоку капіталу з країни, де ставка менша, в країну, де ставка більша, але не в тих випадках, коли відбувається 240%-ова девальвація гривні.

Що стосується динаміки облікової ставки відсотка НБУ зараз, в березні 2015 року, то збільшення її до 30 % порівняно з 7% в грудні 2013 року означає пропорційне підтягування її до рівня курсової інфляції, тобто збільшення в 4,4 рази. Хоча, як це широко відомо ще з ефекту І.Фішера, номінальна ставка відсотка « i » дорів-

нює реальній ставці відсотка « χ » (що впливає на інвестиційний попит і попит підприємців на кредит, а також, в свою чергу, має корелюватися з нормою прибутку в середньому по інвестиційних проектах в реальному секторі економіки) плюс річний темп інфляції « π », тобто $i = \chi + \pi$. Хоча зауважити, що ефект Фішера, як зв'язок між інфляцією та її враховуванням у значенні номінальної ставки відсотка, добре вкладається в економічну логіку, по-перше, країн з малими, співставленими близько значеннями « χ » та « π ». Наприклад, $i = 5\%$, $\pi = 2\%$. А ще цей ефект виходить цілком з логіки економічних взаємозв'язків у кредитній та фінансовій сферах для країни з фіксованим валютним курсом. Якщо ж певна країна робить безпідставний вибір режиму плаваючого валютного курсу тоді, як має величезні воєнні витрати, а отже дефіцит бюджету, інфляцію і девальвацію національної валюти, то й стрибок значення облікової ставки відображає пропорційно стрибок у «вільному» збезціненні власної валюти, а не справжні середньозважені цифри внутрішньої (domestic) інфляції.

Бо якщо обрахувати реальну ставку відсотка сьогодні на основі песимістичних прогнозів інфляції у 46% і закладених у розмірі 27% в держбюджет «планових» цифр інфляції на 2015 рік, а також значення облікової ставки НБУ станом на березень 2015 р., то виходять досить дивні обрахунки реальної вартості рефінансування комерційних банків (наводимо за «повною» формулою ефекту, принагідною для високих значень інфляції):

$$r = \frac{i - \pi}{1 + \pi} = \frac{0,30 - 0,46}{1 + 0,46} \times 100\% = -10,9\%, \text{ або } r = \frac{0,30 - 0,27}{1 + 0,27} \times 100\% = 2,36\%.$$

де i – номінальна ставка відсотка (облікова ставка НБУ $i = 30\%$)

π – прогнозоване в держбюджеті значення річного темпу інфляції ($\pi^{\text{expected}} = 27\%$), або за песимістичними прогнозами $\pi^{\text{expected}} = 46\%$.

Тобто, якщо взяти цифру інфляції, закладену в держбюджеті (27%), то реальна облікова ставка на 2015 р. складе 2,36%, якщо ж виходити з більш реалістичних цифр інфляції у 46%, то НБУ пропонує кредит комерційним банкам під реально від'ємну ставку відсотка, що нагадує практику 90-х років. [Ці обрахунки, звичайно, стосуються ситуації з видачею кредитів комерційним банкам за умови повернення ними кредиту рефінансування 1 раз на рік в кінці року, а не рівними частками щомісяця, що тоді збільшувало б річну ставку відсотка «коригувальну» вдвічі і ховалось би в умовах повернення взятих кредитів].

Вражає те, що вперше після 90-х років реальна ставка відсотка по рефінансуванню банків може мати від'ємне значення. І в той же час важко уявити собі умови надання кредиту комерційними банками підприємницькому сектору України, бо тут ставка за кредит має не лише включати реалістичні відсотки інфляції, але й бути більшою за 30%-ву облікову ставку НБУ, а отже на рівні 38-40 % на рік, що унеможливить залучення кредитів в реальний сектор, оскільки з врахуванням механізму щомісячного повернення кредиту ставка скорегована зростає вдвічі і «полегшити» ситуацію боржникам з поверненням кредиту, взятого на таких умовах, може лише інфляційне збезцінення грошей та власна політика по вкладанню у встановлення високих цін на свою продукцію всіх проблем, що пов'язані з задорогим кредитом.

Всього цього вороха проблем із неконтрольованим підвищенням інфляції через валютну дестабілізацію можна було б уникнути, якби мали режим фіксованого курсу валюти, а не нав'язаний Україні (через відсутність, повторимось, у НБУ валютних резервів для проведення валютних інтервенцій на ринку) режим вільно плаваючих валютних курсів. Цікаво, що зараз НБУ майже інстинктивно запроваджує валютні обмеження, тримає анонсований офіційно обмінний курс 23,7 грн за 1 \$ на тлі відсутності достатнього продажу валюти в банках і на валютному міжбанківському ринку, тобто відсутності реальної практики вільно плаваючої валюти на ділі.

Але й навіть ці самопроголошені значення обмінного курсу валюти, за якими вона майже не продається фізособам, мають умиротворяючий вплив на стримування інфляції в Україні. Отже, як висновок, за важких умов воєнних витрат, на тлі втечі валютних капіталів за кордон, на тлі законодавчого залишення без змін 6-місячного максимального терміну залишення валютної виручки експортерами за кордоном і неповернення її в Україну для продажу на гривні, підтримувати реально режим плаваючого обмінного курсу без проведення періодичних інтервенцій, значить, приректи українську валюту на подальшу девальвацію і відкрити шлюзи для інфляції. Єдиним обмежувачем для цих двох негативних трендів на тлі збереження режиму вільного плавання, може виступити той самий паритет купівельної спроможності, коли сукупний споживчий попит і реальні доходи населення будуть настільки порівняно низькими, що подальший ріст цін зіштовхнення із могутнім спадом купівельної спроможності через падіння реальних доходів населення.

Режим вільно плаваючого курсу за умов девальвації гривні до долара задумувався як режим, що простимулює експорт завдяки девальвації та зменшить від'ємне сальдо платіжного балансу. Але за скорочення виробничих можливостей всіх галузей української економіки (стагфляція) та втрати експертуючих підприємств на окупованій частині Донбасу і Криму (лише це призвело до скорочення офіційного експорту України на 25 %, переважно до Росії) може настати ситуація, коли стан балансу поточних рахунків почне значно більше корелюватись з кризовою фазою реального економічного циклу і спадом обсягів зовнішньої торгівлі, ніж корелюватись із девальваційними «перевагами» для зростання експорту від девальвації гривні, бо стан збалансованості платіжного балансу в Україні відповідав в 2013 році збалансованому за структурою і обсягами зовнішньоекономічних операцій курсу гривні до долара в 8 грн за 1\$ долар. А подальша девальвація гривні не переважила негативного впливу на сальдо платіжного балансу всіх вище названих структурних, географічних і фінансових факторів, в тому числі втечі валютних капіталів з України за кордон одночасно з вилученням величезних сум

депозитів із банківської системи та переведенням їх в позабанковий обіг на тлі існуючої 50% - ої тіньової економіки і офшоризації підприємницького сектора. Це можна умовно відобразити на рис. 1.

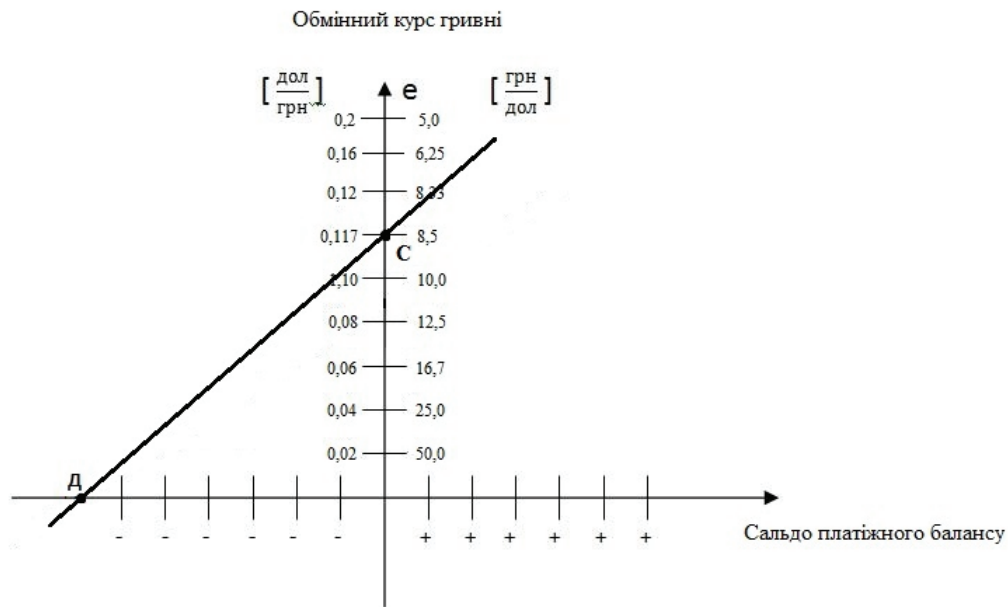


Рис. 1. Динаміка зв'язку між сальдо платіжного балансу і змінами курсу валюти в Україні протягом 2014–2015 років

Справа на осі «у» розташований обмінний курс гривні до долара {грн/дол}, а зліва - в правильному, прямому обрахуванні курс долара до гривні {дол/грн}. Ріст значень «е» вгору по вертикалі означає ревальвацію національної валюти гривні, а зменшення вниз по осі значень «е» означає девальвацію гривні. Якщо ми візьмемо за стартову позицію 2013 рік з більш-менш збалансованим платіжним балансом і курсом 8 грн за 1 долар, то в 2014 році стан платіжного балансу погіршувався через цілий перелік причин і це супроводжувалось протягом 2014–2015 років зниженням темпів ВВП, зростанням безробіття і в той же час нестримною майже 4,4 – кратною девальвацією гривні. Тобто система рухалась з точки С (старт) до точки Д (вірогідність дефолта) і це супроводжувалось масованим скороченням валютних резервів з 17,5 млрд. дол. до 5,7 млрд. дол., а потім в березні 2015 р. до 8,2 млрд. дол..

На жаль, проведення в цих умовах політики вільного режиму валютного курсу сприяло, на думку автора, тому, що ці негативні тенденції не були поборені і валютні капітали втекли за кордон, резерви спустошилися, технічний дефолт НАК «Нафтогаз України» і інших державних підприємств на тлі боргових зобов'язань до фінансування в 2014 році став практично невідворотним, та ще й на тлі поганого адміністрування державної власності в майнових правах акціонерних товариств, на тлі недоліків діючого законодавства в сфері трансфертних цін компаній, на тлі непрозорої процедури видачі державної допомоги чи преференцій великому бізнесу і на тлі відсутності комплексу законодавчих актів про деофшоризацію бізнесу в Україні. І це без наведення цілої низки споріднених, але не таких вагомих за змістом, економічних проблем з дефіцитом державного бюджету, з величезним корпоративним і державним зовнішнім боргом, з неузгодженими змінами до Податкового кодексу, з соціально-економічним напруженням та з необхідністю витратити найближчим часом біля 90 млрд. грн. на воєнні цілі.

Характерним є ще й те, що прогнозовані наслідки дії окремих інструментів фіскальної, монетарної політики та політики імпорتنних обмежень за умови дотримання діючого (принаймні офіційно) в Україні режиму вільно плаваючого курсу є на сьогодні прогностично також неузгодженими, особливо на тлі стагфляції і необхідності вести антиінфляційну політику. Так, теоретично, за умови безінфляційного функціонування економіки, дотримання режиму вільного курсу дало б у випадку зменшення податкового тиску збільшення курсу національної валюти, а от збільшення податкового тиску призвело б до девальвації національної валюти. Стимулююча монетарна політика ($\downarrow r_{\text{облікова}}$; $\downarrow r_{\text{резервування}}$; скупка державних цінних паперів) призвела б, як вже вказувалось, до зростання ВВП та зростання чистого експорту завдяки девальвації валюти. Але в Україні 2015 року є велика інфляція ($\pi^{\text{expected}} = 46\%$ за песимістичними прогнозами на 2015 рік), а отже треба, щоб заходи монетарної політики давали в першу чергу *антиінфляційний ефект*, тобто треба проводити стримуючу грошово-кредитну політику, що дозволила б зменшити інфляцію і на цьому тлі відносно збільшити обмінний курс національної валюти, хоч це автоматично сприятиме зменшенню ефективності зовнішньоекономічного сектору (X_n зменшиться) і до того ж політика «дорогих грошей» (облікова ставка НБУ на рівні 30%), стримуючи пропозицію грошей, буде зменшувати кредитну активність підприємців, стримувати їх інвестиції саме в реальний сектор економіки, що результуватиметься у падінні обсягів і темпів ВВП. В той же час за умов фіксованого валютного курсу як стимулююча, так і стримуюча грошово-кредитна політика НБУ була б спрямована на мету

підтримки стабільного курсу валюти і давала б антиінфляційний ефект без впливу на реальні показники ВВП, які знаходилися б під впливом фіскальної політики. І в цих умовах справжня стимулююча фіскальна політика по дерегуляції бізнесу і дійсному зменшенню податкового тиску на нього знайшла б своє відображення у досягненні мети – зростанні реального ВВП.

Таким чином, якщо в Україні є великий ступінь відкритості економіки до зовнішніх ринків, то, щоб мінімізувати можливі несприятливі впливи, держава повинна коректно проводити валютні інтервенції з метою підтримки стабільності курсу національної валюти, або, принаймні, запровадити *систему страхування ризиків валютних змін і ставок відсотка* не лише в контрактах, а й по цілому переліку операцій, в тому числі в комерційних банках.

По-друге, повторимо власну думку, що якщо це величезна могутня економіка (як США, наприклад, чи в країнах ЄС, в Японії, Канаді і т. д), то їй під силу підтримувати режим вільно плаваючого валютного курсу. Якщо ні – то не під силу.

По-третє, якщо в Україні структура експорту товарів є одноманітною і представлена товарами невеликої кількості галузей, то динаміка недиверсифікованого експорту буде сильно залежати від кон'юктури своїх зовнішніх ринків і тому гарантом від можливих негативних зовнішніх впливів на обсяги експорту був би саме фіксований валютний курс. Але якщо існуватиме конфлікт інтересів між «Лігою» експортерів і «Лігою» імпортерів, і якщо це різні майнові власники і бенефіціари, то на певний часовий проміжок країна може встановити режим вільного обмінного курсу валюти на догоду інтересами експортерів, але якщо така країна все ж таки є імпортозалежною по енергоносіям, то збалансованим варіантом, який би влаштував не ту чи іншу сторону, а країну в цілому (до того ж маючу великі доларові борги, інфляцію і воєнний конфлікт), був би режим фіксованого курсу, чи принаймні прив'язаного валютного курсу, або «повзучого прив'язування», що все одно краще для фінансової стабільності країни, ніж вільне плавання.

По-четверте, підкреслимо ще раз: якщо інфляція в Україні за своїми темпами значно вища, ніж інфляція в її торговельних партнерів, то номінальний курс національної валюти буде стрімко падати, що небезпечно для імпортозалежної по енергоносіях країни, бо призведе до зовнішніх шоків пропозиції та до стагфляції. Якщо між країнами ЄС та США різниця в темпах інфляції незначна, то й валюти можуть знаходитись в режимі плаваючого валютного курсу, певні коливання курсів євро і долара будуть приводити до вирівнювання платіжних балансів цих країн в автоматичному режимі. Якщо ж Україна на пірвоку мала виключні торгові преференції з ЄС в торгівлі, то, звичайно, за умов режиму вільного плавання, українські експортери мали змогу отримати велику валютну виручку, але в середину країни вона майже не надійшла протягом цього часового терміну, а отже не дала змогу національному банку проводити валютні інтервенції для підтримки курсу гривні, як цього вимагав би режим фіксованого курсу валюти. Здається, що таке співпадіння в часі не є випадковим, але на найближче майбутнє треба було б вводити 100%-й продаж валютної виручки експортерами протягом максимального періоду часу в 3 місяці, а не в 6 місяців; тоді була б змога в НБУ підтримувати стабільність курсу гривні, чи хоча б застрахувати його від неочікувано різких стрибків із подальшим поширенням впливу на процес ціноутворення в Україні і розгортання інфляції. Останнє вимагало б також введення певних валютних обмежень, щоб принаймні контролювати канали і обсяги втечі валютних капіталів з України за кордон і не повернення їх назад, в тому рахунок шляхом реалізації офшорних можливостей для зареєстрованих там українських компаній.

Проблема для України полягає в тому, що проголошений серед розвинутих країн світу, в тому числі в ЄС, принцип свободи і мобільності міжнародного руху капіталів цілком логічно поєднується з реалізацією в цих країнах режимів вільного плавання валюти, але в нашій країні, за умов низьких міжнародних інвестиційних рейтингів, призводить або до втечі капіталів із країни, або до інвестування зарубіжних капіталів (в тому числі значною часткою українських за походженням в минулому) в фінансові інструменти та боргові зобов'язання держави, для чого держава ще й змушена підвищувати відсоткову норму доходності в гривнях по цінних паперах, щоб зробити їх привабливими для покупців за умов інфляції і знецінення національної валюти. Тобто *режим вільного плаваючого курсу* може узгоджуватися зі станом високої мобільності капіталів, витікаючих з України за кордон, за логікою і за змістом, але у внутрішньоекономічній сфері в Україні це не зможе само по собі збільшити наші інвестиційні можливості за рахунок іноземних капіталів, але достеменно зможе призвести до валютних негараздів з курсом гривні, до зниження платоспроможності держави, до інфляційного зростання оптових і роздрібних цін на внутрішньому ринку, оскільки частину зовнішніх боргів доведеться покривати за рахунок експорту сільськогосподарської продукції з України за кордон, або ще й за рахунок можливого розпродажу землі.

Висновки. В якості висновку спробуємо розставити пріоритети на сьогоднішній день. Договір про асоціацію України з ЄС не ратифікований досі декількома країнами – членами ЄС. Режим зони вільної торгівлі з ЄС має свій часовий термін, а потім закінчується.

Очікуваних десятків мільярдів доларів від Світового банку, ЄБРР та закордонних урядів у необхідному для потерпаючої від кризи України розмірі поки не надійшло. Українська економіка за своєю стійкістю і виробничим потенціалом не йде ні в яке порівняння з тими країнами, в яких діє режим вільного плаваючого курсу валюти. Реальні доходи населення через падіння гривні і інфляційний ріст цін на товари першої необхідності і комунальних тарифів впали вдвічі, а то й втричі. І на цьому економічному тлі діє невдалий для нас режим вільного плаваючого курсу, який, звичайно, вигідний експортерам, але не вирішує нагальних проблем переважної більшості населення і підприємців, що працюють на внутрішній ринок. Якщо не надати сьогодні ж переваг і режиму найбільшого економіко-податкового сприяння внутрішньому сектору економіки (як виробничому, так і

кредитно-інвестиційному) і не запроваджувати той чи інший різновид режиму фіксованого валютного курсу, то девальвація гривні значно швидше призведе до високої інфляції, глибокого спаду ВВП і зубожіння всередині України, аніж до отримання тимчасових експортних переваг, які можуть зруйнувати пропорції між внутрішнім і зовнішнім ринком і призвести до нестабільності в країні і великих матеріальних втрат.

Для доведення справедливості цього висновку, наведемо певні докази. Так, порівняємо факторний вплив на темпи інфляції в країні з факторним впливом на стан обмінного курсу валюти.

Інфляція (π)= f[(1) обсяги і темпи зростання чи зменшення ВВП; (2) рівень безробіття; (3) стан платіжного балансу країни; (4) інвестиції; (5) стан держбюджету; (6) обсяг державного та корпоративного боргу; (7) податки; (8) обсяг валютних резервів; (9) емісія національної валюти; (10) воєнні витрати; (11) повернення валюти в країну і продаж її за гривню; (12) ступінь офшоризації підприємницького сектора; (13) структура резидентів/нерезидентів – власників виробництва і ресурсів для виробництва; (14) кредитна емісія; (15) інсайдерське кредитування з подальшим банкрутством банків].

Обмінний курс гривні $e = f[(1)$ інфляція всередині країни; (2) рівень інфляції за кордоном в країнах – торгових партнерах; (3) обсяг і темп ВВП; (4) сальдо платіжного балансу; (5) обраний режим валютного курсу; (6) зовнішні джерела запозичень; (7) внутрішній попит на валюту; (8) пропозиція валюти; (9) ворожа діяльність іноземних банків, зокрема тих, що належать Росії; (10) курс державних облігацій і ставка відсотка по них; (11) валютні інтервенції НБУ; (12) валютна стерилізація; (13) облікова ставка НБУ; (14) реальна купівельна спроможність гривні; (15) реальні доходи агентів економіки; (16) нестабільність і спекулятивні настрої; (17) обсяг і умови залучення валюти в країну; (18) вартість і достатність надання зовнішніх валютних кредитів порівняно з потребою].

Якщо порівняти наведені нами переліки факторів, що впливають на курсову, валютну та на цінову стабільність, видно, що певною мірою вони співзгоджуються, що зайвий раз доводить міцний зв'язок, характерний саме для економічних традицій України, між обмінним курсом гривні до долара і процесом зміни цін. В країні, де сам процес ціноутворення на ресурси, на товари та послуги протягом 23 років прив'язується до стану курсу долара, де існує 50% тіньової економіки, де приватизація представлена закритими, а не відкритими акціонерними товариствами, поки не настануть нові часи або, принаймні, не будуть зламані старі економічні схеми, національний банк має не обирати між антиінфляційною метою і метою підтримки стабільності національної валюти, а розуміти, що в такій країні як Україна, треба обов'язково і першочергово всі свої заходи на найближчі чотири-п'ять років підпорядковувати саме меті досягнення валютної стабільності в першу чергу, а вже потім обирати за мету тієї чи іншої монетарної політики скорочення інфляції, сприяння інвестиціям в реальний сектор чи стабільність інвестиційно-привабливого рівня облікової ставки відсотка. І, звичайно, НБУ не повинен іти назустріч іншим міністерствам, які проводять власний різновид економічної політики, якщо це суперечить економічним імперативам стабільної грошової та банківської сфери в Україні.

Список використаних джерел

1. Ukraine: Letter of intent, Memorandum of Economic and Financial Policies, and Technical Memorandum of Understanding. February 27, 2015. – Режим доступу: <http://www.imf.org/>.
2. Меморандум МВФ для України, 2014. – Режим доступу: zn.ua/.
3. Програма реформ в Україні до 2020 р. – Режим доступу: reforms.in.ua/2020/.
4. State Statistical Committee of Ukraine/[web resource]. – Access mode: <http://www.ukrstat.gov.ua>
5. World Bank Database – Режим доступу: <http://data.worldbank.org/indicator/DT.DOD.DECT.CD/countries?display=default>
6. Т. Bilenko, V. Klymenko. Economic Theory: Principles and Practice. – К.: National Aviation University. “NAU-Druk” Publishing House, 2010. – 324 p.
7. Дзюблюк О. В. Валютна політика. – К.: «Знання», 2007. – 422 с.
8. Долан Э. Дж. Деньги, банки и денежно-кредитная политика. – С-Пб, 1994. – 410 с.
9. Мэнько Н. Грегори. Макроэкономика. – М.: Изд. МГУ, 1994. – 735 с.

Стаття надійшла до редакції 03.04.2015