

ЕФЕКТИВНІСТЬ МОНЕТАРНОЇ ТА ВАЛЮТНОЇ ПОЛІТИКИ УКРАЇНИ В УМОВАХ ЕКОНОМІЧНОГО ЗРОСТАННЯ

© Корнєєва Ю.В., 2008

Досліджується аналіз ефективності роботи монетарної та валютної політики в Україні, а саме: доцільність використання фактично режиму фіксованого валютного курсу у поєднанні з політикою монетарної експансії. Досліджується ефективність роботи банківського сектору, а також розглядається проблема виникнення значного рівня інфляції в Україні протягом 2008 року.

In this article we analyze the efficiency of monetary and exchange rate policy in Ukraine, the relevance of combining the fixed peg (that is working de-facto in Ukraine) with monetary policy of expansion. Also the problem of effective work of banking sector and growing level of the inflation is under consideration in this article.

Постановка проблеми у загальному вигляді. Аналізуючи економічну ситуацію в Україні ще до настання світової економічної кризи, можна дійти висновку, що економіка країни перебувала на межі кризи вже тоді, у зв'язку зі значним рівнем інфляції. І звичайно, що світова криза тільки погіршить ситуацію, оскільки, економічно слабкі країни виявляються надзвичайно вразливими перед дією глобальних економічних, фінансових, технологічних тощо чинників. Надзвичайно актуальним є питання визначення причини виникнення високого рівня інфляції у країні, а саме, яку роль у цьому відіграла банківська система, та чи відповідала монетарна та валютна політика потребам реальної економіки.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Загалом питанням впливу процентних ставок на економіку країни займалися багато провідних економістів. Для класичної економічної школи динаміка рівня цін впливала винятково зі змін і кількості грошей. Так з кількісної теорії Ірвінга Фішера зрозуміло, що попит на гроші є винятково функцією доходу і процентні ставки не впливають на попит на гроші. Тоді як Фішер розвивав свій кількісний підхід до попиту на гроші, група класичних економістів у Кембріджі, серед яких провідними науковцями були А. Маршал і А. Пігу, розробили дещо інший підхід, який включав впливи процентних ставок на гроші.[4, с.622]

У 1936 році виходить праця Джона Майнарда Кейнса «Загальна теорія зайнятості, процента і грошей», в якій викладається теорія переваги ліквідності. У Кейнса попит на гроші перебуває в оберненій залежності від рівня процентних ставок (на облігації у національній валюті); попит на гроші і дохід перебувають у прямій залежності [5].

Це підтвердили і праці В. Баумола і Дж. Тобіна, які створили моделі операційного попиту на гроші та спекулятивного попиту на гроші. Вони стверджували, що між операційним попитом на гроші і рівнем процентних ставок існує обернена залежність.

Сучасна кількісна теорія грошей Мілтона Фрідмана відрізняється від кейнсіанського підходу тим, що автор вважає, що процентні ставки впливають на попит на гроші незначною мірою, тоді як теорія Кейнса свідчить про значний вплив процентних ставок на попит на гроші.

Основне твердження теорії грошей стосовно нейтральності грошей свідчить про те, що у довгостроковому періоді зростання пропозиції грошей у минулому вирівнюється таким самим минулим одноразовим зростанням цін, а реальна пропозиція грошей та всі інші економічні змінні, такі як процентні ставки, залишаються незмінними. Валютний курс знижується у довгостроковому періоді разом з зростанням грошової маси [4, с.583].

Серед українських вчених дослідженням монетарної політики в макроекономічному регулюванні займалися такі вчені: О. Василик, А. Гальчинський, А. Мельник, А. Стасишин, В. Стельмах,

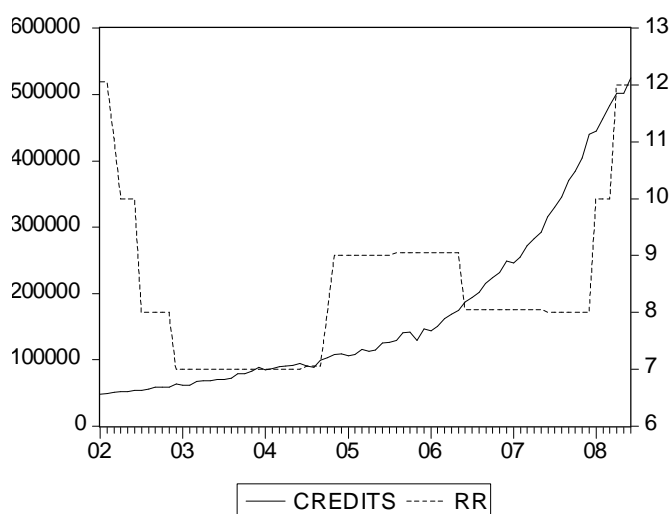
В. Ющенко та інші. Питанням валютно-кредитних відносин у монетарному середовищі займалися наступні вітчизняні вчені: С. Боринець, А. Кияк, З. Луцишин, В. Степаненко, А. Філіпенко, В. Шевчук та інші.

Цілі статті. Метою статті є дослідження ефективності діяльності банківської системи України, дослідження механізму взаємодії монетарної та валютної політики. Дослідження ефективності діючого фактично режиму фіксованого валютного курсу у поєднанні з експансійною монетарною політикою.

Основний матеріал дослідження. Досліджуючи динаміку зміни процентних ставок, валютного курсу та грошової маси, спробуємо проаналізувати ефективність функціонування монетарної та валютної сфери в Україні.

Істотний вплив на економічну ситуацію у країні чинить дисконтна політика центрального банку, вона інформує про майбутню монетарну політику. Зростання облікової ставки часто є передумовою уповільнення темпів зростання економіки. Проте, варто пам'ятати, що деколи центральні банки підвищують облікову ставку з метою утримання розміру дисконтних позичок від надмірного зростання. Така ситуація виникає у разі зростання ринкових ставок стосовно облікової ставки, коли значно зростає обсяг дисконтних позичок, тож центральний банк вимушений врівноважити відсоткові ставки. І в такому випадку підвищення облікової ставки не свідчитиме про намір центрального банку проводити обмежувальну монетарну політику. Варто також зазначити, що зміна облікової ставки не є ефективним методом контролю над грошовою масою в країні [4, с.520].

Дослідивши статистичні дані Центрального банку України, можна дійти висновку, що починаючи з 2002 і до 2007 року облікова ставка НБУ поступово зростала з 7% і до 9,5%. У 2008 році знову відбулося зростання облікової ставки НБУ, так у липні вона сягнула позначки у 12%. Хоча це зростання і не можна порівнювати зі зростанням у період кризи 1998 року, коли на початок року ставка рефінансування дорівнювала 35% а наприкінці року вже 79,4% , автор припускає, що зростання облікової ставки після 2002 року можна пояснити значним зростанням темпів кредитування у країні [2]. Оскільки 2002 рік можна вважати роком стабілізації економіки України, початком її розквіту, саме в цей час значно зростають обсяги кредитування. Причиною є зростання довіри людей до банківського сектору та зростання добробуту населення загалом, підвищення рівня зарплатні та розквіт малого та середнього бізнесу . Для того, щоб побачити певну закономірність між рівнем ставки рефінансування та ростом темпів кредитування, проектуємо графіки.



Ставка рефінансування та обсяги внутрішнього кредитування в Україні за 2002 – 2008 рр.:
CREDITS – обсяги внутрішнього кредитування за 2002 – першу половину 2008 р.;
RR – ставка рефінансування НБУ за аналогічний період

Тож можна прослідкувати закономірність зростання обсягів кредитування у країні зі зростанням облікової ставки НБУ.

З графіка ми бачимо, що починаючи з 2003 року обсяги кредитування в Україні зростали значними темпами, також помітною є певна взаємозалежність між ростом обсягів кредитів та ставкою рефінансування НБУ. Для перевірки цього результату, пробуємо спроектувати економетричну модель, яка б відображала взаємозв'язок між цими показниками. У економетричному пакеті E-views дані за початок 2002 – середину 2008 року були опрацьовані. Результати цього дослідження відображає таблиця.

Оцінка впливу кредитного ринку України на рівень облікової ставки НБУ за 2002 – 2008 рр.

Змінна (незалежна)	Результати дослідження			
	коефіцієнт	t-statistic	R-squared	Prob.
Обсяги кредитування	-0,6 7,91E	7,94	0,508	0,000
Кредитна ставка	0,26	7,55	----	0,000

У результаті дослідження було отримане таке рівняння:

$$RR = 7,91E \cdot CR + 0,26LR + 2,51,$$

де RR – ставка рефінансування НБУ за 2002- першу половину 2008 року; CR – обсяги внутрішнього кредитування в Україні за аналогічний період; LR – розмір кредитної ставки в Україні за аналогічний період часу.

Тож ми бачимо, що обидва показники є статистично значимими, оскільки t-statistic є більшою від 2. Додатне значення коефіцієнта біля показника рівня кредитування свідчить про існування прямої залежності між показниками. Тобто, якщо в Україні зростає рівень кредитування, це має призводити до поступового зростання ставки рефінансування НБУ.

Аналіз статистичних даних за останні роки в Україні свідчить про одночасне зростання облікової ставки НБУ та обсягів наданих кредитів. На мою думку, однією з причин зростання процентної ставки в Україні є зростання сподіваної інфляції, а ефект Фішера свідчить про те, що зростання рівня сподіваної інфляції призводить до зростання процентних ставок. [4, с.159] До причин, які спричинили зростання рівня інфляції можна зарахувати, по-перше, політичну нестабільність, яка існує у країні з 2004 року і по сьогодні, і яка негативно впливає на усі економічні процеси в Україні (відвертає потенційних іноземних інвесторів, не приймається необхідна законодавча база стосовно регулювання економіки країни тощо.) По-друге, зниження позицій долара США на світовій арені створювало негативний тиск на національну грошово – кредитну систему України через фактичну прив'язку гривні до долара США. По-третє, через значне подорожчання закупівельних цін на газ, значно постраждав національний експорт, оскільки основні експортні галузі України є енерго- і ресурсомісткі, а тому потребують значних затрат блакитного палива. Відповідно, зниження рівня експорту погіршило торговельний баланс країни. Також у цей період відбулося значне подорожчання нафтопродуктів, ціни на нафту зростали швидкими темпами і тільки восени 2008 року стрімко впали. І на фоні подорожчання нафтопродуктів в Україні стрімко зростала інфляція.

Також за останні роки в Україні значно зріс рівень зовнішньої заборгованості, що негативно впливає на загальну економічну ситуацію у країні. Так, у 2005 році рівень зовнішньої заборгованості становив 46% від ВВП, а у 2007 році вже 60,2% від ВВП [1]. На початок 2004 року валовий зовнішній борг України становив 23811 млн. дол. США, на початок 2007 року – вже

54512 млн. дол. США, на початок 2008 року – 84551 млн. дол. США, а на початок липня ця сума сягнула 100062 млн. дол. США [2].

Починаючи з 1999 року в Україні простежується певна стабільність валютного курсу, тобто гривня фактично була привязана до дол. США і коливання курсу були незначними (1999р. – 413 HRV/USD; 2000р. – 5,44 HRV/USD; 2001р. – 5,37 HRV/USD; 2002р. – 5,32 HRV/USD; 2003р. – 5,33 HRV/USD) [3]. Ставка рефінансування в цей період навпаки значно міняється. У 1999 році цей показник становив 60%, у 2000р., відповідно, 45%, наприкінці 2001 року ставка рефінансування впала до 12,5% , і тільки починаючи з 2002 року простежувалася певна стабільність з незначними коливаннями з 7 до 9,5% [2]. У 2008 році знову процентна ставка зростає до 12%.

Проаналізувавши взаємозалежність між рівнем відсоткових ставок та валютним курсом, можна припустити, що при завищеному курсі національної валюти мають бути низькі процентні ставки, і, відповідно, при заниженому високі. Оскільки при високих ставках попит на гроші знижується, позичати гроші в банках стає не вигідно, і навпаки, низькі відсоткові ставки створюють сприятливі умови для отримання позичок і тим самим збільшують попит на гроші. А надмірний попит на гроші призводить до поцінування національної валюти. Завищений курс валюти також призводить до підвищення попиту на гроші.

Курс національної валюти і показник реальних процентних ставок перебувають у прямій залежності одне від одного, тобто зростають і падають разом. Зв'язок між номінальними процентними ставками і змінами валютного курсу не є настільки ж тісними, як між реальними процентними ставками і динамікою валютного курсу.

Коли рівень процентних ставок не зрівноважує валютний курс, відбувається значний приплив іноземного капіталу. Коли курс національної валюти є завищений, процентні ставки не мають бути також на високому рівні, як це спостерігається в Україні, тож природно, що іноземним інвесторам вигідно конвертувати іноземну валюту у гривні і купувати товари та проводити операції у гривнях.

В Україні одночасно відбувається зростання процентних ставок і грошової маси. Зростання грошової маси мало б призводити до зниження процентної ставки у короткостроковому періоді.

Якщо зростає процентна ставка, то стає не вигідно брати кредити, а вигідніше класти гроші на депозитні рахунки в банк під відсотки. Проте через високий рівень інфляції, часто населення відмовляється від такої практики. А отже, попит на гроші знижується, курс національної валюти зростає, і якщо відбувається одночасне зростання грошової маси при зниженні попиту на гроші, це призводить зрештою до зниження відсоткової ставки. В Україні ж цього не відбувається, і навпаки, разом із зростанням відсоткових ставок значною мірою зростають обсяги кредитування.

В Україні дуже великий спред між кредитними ставками і депозитними, у країнах з розвинутою економікою ситуація кардинально відрізняється від нашої. В Україні загалом простежується дуже цікава система кредитування. Практика кредитування, що застосовується у країнах з розвинутою ринковою економікою, виявляє значні намагання урядів та банківських інституцій спрямовані на здешевлення кредитів. В Україні ж навпаки, кредити дуже дорогі і вартість їх не знижується, незважаючи на значне зростання обсягів кредитування. Тобто до настання світової економічної кризи у нас була унікальна ситуація, коли незважаючи на ринкові закони, одночасно зростала ціна і обсяги кредитування. Тобто простежується відсутність рівноваги на грошово – кредитному ринку. Проте, цю ситуацію частково можна пояснити тим, що зміни у номінальних процентних ставках не є надійним показником змін у реальних процентних ставках. Зокрема, можлива ситуація, коли, номінальні процентні ставки будуть високими, а реальні ставки насправді дуже низькі. Це пов'язане з тим, що номінальна процентна ставка не враховує рівня інфляції, а реальна є скоригованою з урахуванням очікуваних змін у рівні цін. За величиною номінальних ставок можна подумати, що умови на кредитних ринках дуже жорсткі, тобто дорого позичати. Проте оцінка реальних процентних ставок свідчить, що ця думка є помилковою, і у реальному вираженні вартість кредиту дуже низька.

Стрімке зростання кредитування призводить до того, що відбувається нагромадження відсотка, а оскільки споживчі кредити в Україні населення бере переважно для придбання іноземних товарів (побутова техніка, автомобілі), зростає рівень зовнішньої заборгованості

іноземним виробникам, і можна говорити про зростання так би мовити неофіційного боргу перед іноземними країнами. Також ця ситуація негативно впливає на національного виробника, стимулюючи імпорт товарів побутової техніки, автомобілів тощо.

Тож стрімке зростання кредитування призводить до нагромадження відсотка по кредитах, а це штучно збільшує рівень грошової маси у країні. І у поєднанні зі стрімким нарощенням самої грошової маси створює зайвий інфляційний тиск у країні. Тож постає питання, як спроектувати оптимальний валютний курс за таких умов.

Разом зі зростанням процентної ставки мало б відбуватися і поцінування національної валюти. Проте, така ситуація прослідковується у випадках, коли у країні проводиться жорстка монетарна політики, коли знижується рівень грошової маси, що спричиняє підвищення відсоткової ставки та зміцнення національної валюти. В Україні ж проводиться навпаки стимулювальна монетарна політика, значною мірою зростає грошова маса. Разом із зростанням грошової маси, процентна ставка мала б знижуватися, проте в Україні вона зростає.

Пояснення можна знайти в теорії М. Фрідмана стосовно ефекту ліквідності. Він критично поставився щодо тези Дж. Кейнса про те, що зростання пропозиції грошей знижує відсоткову ставку за умови, що всі інші чинники є сталі. Фрідман говорив про те, що збільшення пропозиції не може залишати всі інші чинники сталими, а тому матиме принципово інший вплив на економіку, а саме: примусить процентні ставки зростати. І якщо ці впливи істотні, то цілком можливо, що, коли пропозиція грошей зростатиме, то процентні ставки теж зростатимуть. Цю теорію Фрідман назвав ефектом ліквідності. Він стверджував, що зростання пропозиції грошей призведе до зростання доходу, а це своєю чергою впливатиме на ріст процентної ставки. Також зростання пропозиції грошей призведе до зростання цін у країні і до вищого сподіваного рівня інфляції, а це своєю чергою теж стимулюватиме ріст процентних ставок.

Коли національна валюта надмірно високо оцінена, центральний банк повинен купувати свою національну валюту, щоб утримувати фіксований курс, а через це банк втрачає запаси резервної валюти (зменшує пропозицію грошей). І якщо резерви вичерпуються, національна валюта девальвує.

У протилежному випадку, коли національна валюта є недооцінена, центральний банк повинен продавати національну валюту, збільшуючи тим самим грошову масу, щоб утримувати фіксований курс. І наслідком такої політики буде зростання офіційних валютних резервів.

В Україні прослідковується перший випадок, коли для підтримки фіксованого курсу на належному рівні, НБУ втрачав офіційні валютні резерви. Проте цілком логічно, що така ситуація не могла тривати вічно, оскільки рівень резервів у країні є обмежений, тож девальвація гривні є очевидною.

Протягом доволі тривалого терміну часу курс в Україні фактично був незмінний (фіксований), а відсоткові ставки значно мінялися. Використовуючи статистичні дані НБУ та Міжнародного валютного фонду, робимо порівняльний аналіз процентних ставок в Україні за період з початку 2000 року по середину 2008 року. [2, 3]

Досліджуючи рівні процентних ставок в Україні, автор дійшла висновку, що процентна ставка на депозити в гривнях є значно вищою від процентної ставки на депозити в іноземній валюті. Причиною такої ситуації може бути недовіра населення до національної валюти і небажання тримати свої заощадження в гривнях. Тож для заохочення зростання кількості вкладів у гривнях, національна банківська система пропонує вищі ставки на вклади у національній валюті. Для прикладу, на початок 2000 року вклади у національній валюті приносили 16,7% прибутку, і у іноземній лише 9,5%. Зростання довіри до банківської системи і до гривні, зміцнення національної валюти поступово зрівнювало різницю між процентними ставками на депозити в іноземній і у національній валюті в Україні. Так на початок 2006 року ставка на вклади у національній валюті дорівнювала 7,7% і, відповідно, на вклади у іноземній валюті 7,025%. Проте, вже у 2008 році ситуація погіршилася і різниця знову зросла, і на середину 2008 року процентні ставки на депозити в національній та іноземній валютах відповідно дорівнювали 9,689% і 3,73% [3]. Причиною є зростання рівня інфляції в Україні і вкрай нестабільне становище гривні на світовому валютному

ринку. Якщо розглядати співвідношення, то в Україні 60% припадає на кредитив іноземній валюті і лише 40% у національній. Порівнюючи співвідношення рівня депозитів і кредитів у національній валюті, бачимо, що загальна сума кредитів у два рази перевищує обсяги депозитів у гривнях. Відповідно порівнюючи величину депозитів і кредитів у іноземній валюті, то це порівняння відповідає співвідношенню приблизно 1:5.[2]

Відомо, що збільшення іноземної процентної ставки (на депозити в іноземній валюті) зумовлює знецінення національної валюти, оскільки населення більше купуватиме іноземної валюти і попит на національну впаде. А підвищення реальної національної процентної ставки спричинить поцінування національної валюти, оскільки виникне надмірний попит на неї через бажання вкладників купувати саме національну валюту [4, с.577].

Можна зробити висновок, що національна процентна ставка є вищою через вищий національний сподіваний темп інфляції, і пов'язана зі знеціненням національної валюти. Тобто зростання номінальних процентних ставок віддзеркалює збільшення темпу сподіваної інфляції і повинно спричинити зниження курсу національної валюти, що і відбувається нині в Україні.

Розширити дослідження можна, дослідивши процентні ставки на доларові депозити у США і в Україні. Проаналізувавши рівні процентних ставок в цих країнах, можна дійти висновку, що процент на депозити в іноземній валюті в Україні є дещо вищий від аналогічної ставки в США. Це створює вигідніші умови для іноземних інвесторів, збільшуючи приплив іноземного капіталу в Україну.

Досліджуючи вплив процентних ставок на депозити на економіку країни, варто наголосити, що зростання реальної національної процентної ставки на депозити спричиняє поцінування національної валюти, (адже вкладники хотітимуть класти саме гривні на депозити), тож будуть купувати національну валюту, попит на неї зросте і цей надмірний попит призведе до поцінування національної грошової одиниці, але у короткостроковому періоді.

Зростання пропозиції грошей призводить до зростання цін у довгостроковому періоді, що зумовить нижчий сподіваний курс, а отже, національна процентна ставка (на депозити у національній валюті) падатиме, що знижує сподіваний дохід на депозити у національній валюті, а це спричинить знецінення національного валютного курсу.

Висновки та перспективи подальших досліджень. Тож можна зробити висновок, що ситуація з високим рівнем процентних ставок і завищеним курсом національної грошової одиниці стимулює приплив іноземної валюти. Саме така ситуація і є характерною нині для України. Скрите завищення національної валюти в Україні провокує іноземних інвесторів конвертувати валюту у гривні. І внаслідок цього виникають значні ризики. Так, комерційні банки для фінансування зростаючого рівня кредитування населення брали величезні позики в іноземних фінансових установ. Тобто споживчі кредити населенню фінансувалися за рахунок кредитів іноземних банків. Так за два останніх роки рівень зовнішньої заборгованості зріс приблизно на 60 млрд. дол. США, з яких 42 млрд. припадає на зовнішню заборгованість саме комерційних банків. І проблема сьогодні полягає у тому, що значна частина банків не в змозі повертати кредити, однією з основних причин є значна девальвація гривні. Дивує те, як НБУ дозволив створити таку небезпечну ситуацію для всієї банківської галузі в Україні. [2] Аналогічна ситуація нині є і в таких країнах, як Естонія, Литва, Латвія, проте з тією різницею, що вище зазначені країни належать до Єврозони, і відповідно, коли їх національною валютою стане Євро, проблема виплати боргу не буде такою гострою.

Притік капіталу в Україну є результатом впровадження відповідної монетарної та валютної політики. І він є дуже відчутним, що спричиняло значний рівень інфляції у країні. Лише за 2006 рік в Україну надійшло прямих іноземних інвестицій на суму близько 6 млрд. дол. США (5,604 млрд. грн.), для порівняння у 2004 році ця сума становила лише 1 млрд. 715 млн. дол. США. ВВП ж України за 2006 рік становить 537, 667 млрд. грн, що приблизно дорівнює 100 млрд. дол. США [3]. Це свідчить про значну частку притоку іноземного капіталу, а оскільки притік капіталу в Україну не забезпечений ресурсною базою, в економіці виникає певна нерівновага. У країні не виробляється така кількість товарів, щоб покрити ці грошові вливання, а отже, споживачі не мають змоги

купувати товари національного виробництва в необхідній кількості. Відповідно, це є однією з основних причин, чому кредити в Україні беруться на товари іноземного виробництва. У зв'язку зі значним притоком капіталу і лібералізацією фінансових ринків банківська система України сьогодні отримала відкриту валютну позицію.

Досліджуючи грошово-кредитний ринок, можемо зробити висновок, що валютна політика в Україні протягом тривалого періоду часу (з 1999 по 2008 роки) була сталою, водночас грошова маса зростала значними темпами (ще враховуємо штучне зростання грошової за рахунок збільшення рівня кредитування). Внаслідок всіх цих факторів у країні сьогодні спостерігається дуже високий рівень інфляції (який об'єднує гривневу, доларову інфляцію). Дуже високий рівень інфляції впливає на подорожчання кредитів, і все це своєю чергою знижує рівень інвестування у країні. Інвестиції нині переважно робляться у проекти, які швидко приносять гроші, а не у довгострокові перспективи. На думку автора, у цьому полягає одна з основних проблем української економіки, а саме, у відсутності структурної перебудови.

Також цікавим є висновок, що через недорозвинутість національної грошово-кредитної системи, яка проявляється у значній залежності комерційних банків від підтримки центрального, преференційного кредитування та субсидованих кредитів, попит на банківські резерви практично не залежить від змін у відсоткових ставках.

Безперечно, що валютна і монетарна політика України на сьогодні не стимулюють розвиток економіки, а тільки створюють труднощі та перепони, призводячи до того, що економіка України на цьому етапі розвитку працює переважно на споживання, а не на виробництво.

Тож можна зробити висновок, що реальна економіка України сьогодні є відірваною від грошово-кредитної політики, а товарний ринок є незбалансований з валютним ринком. Курс національної грошової одиниці був завищений, а у поєднанні з високими процентними ставками це спровокувало значний приплив іноземного капіталу. Значне зростання обсягів кредитування населення (переважно на товари іноземного виробництва) тільки погіршило ситуацію у країні, збільшуючи зовнішню заборгованість та погіршуючи умови роботи національного виробника. І для вирішення цієї проблеми необхідним є системний підхід, узгодженість у діях монетарної та валютної політики.

1. *Статистичні дані ЄБРР. – Transition report Data 2007. – [Цит. 2008, 15 вересня]. – Available from: <<http://www.ebrd.org>>. 2. Статистичні дані Національного банку України. – [Цит. 2008, 15 вересня].- Доступний з: <<http://www.bank.gov.ua>>. 3. Статистичні дані Міжнародного валютного фонду. – [Цит. 2008, 9 вересня].- Доступний з: <<http://www.imf.statistics.org>>. 4. Мишкін, Фредерік С. Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків / Пер. з англ. С. Панчишин, А. Стасишин, Г. Стеблій. – К.: Основи, 1999. – 963с. 5. Ronald W. Jones, Peter B. Kenen *Handbook of International Economics.*- Amsterdam: Elsevier Science Publishers B. V., 1985. – Ch.13. Peter R. Kinen *Macroeconomic Theory and Policy: How the Closed Economy Was Opened.* – P.625-678.*