

**Шевчук В.О.,**  
**доктор економічних наук, професор**  
**старший науковий співробітник**  
**Регіональної філії НПСД у м. Львові**

## **АНТИІНФЛЯЦІЙНА ПОЛІТИКА І ЕКОНОМІЧНЕ ЗРОСТАННЯ В УКРАЇНІ**

*Вступ.* Прискорення інфляції в 2003—06 рр. висуває щонайменше три питання: 1) характер зв'язку між динамікою цін і економічним зростанням, 2) залежність обох показників від інструментів економічної політики, 3) доцільність зниження інфляції до значень промислових країн (2—3% річних). Запропонований матеріал має на меті прояснити взаємний вплив інфляції та динаміки економічного зростання (ВВП і промислового виробництва), а також уточнити чинники монетарного і немонетарного впливу на інфляційні процеси. Спочатку стисло систематизовано основні дискусійні питання. Далі за допомогою моделі „залежної” економіки запропоновано теоретичне пояснення впливу грошової маси, обмінного курсу і сальдо бюджету на динаміку доходу (ВВП і промислового виробництва) та інфляції. Відповідні теоретичні передбачення протестовано емпірично.

*Дискусійні питання.* З-поміж українських економістів залишається популярним припущення про конструктивність поміркованої інфляції [3, с. 9—32; 4; 5; 15, с. 43—49; 16, с. 59—67]. Відповідно заперечуються такі стандартні антиінфляційні заходи, як обмеження грошової маси чи зміцнення грошової одиниці. Проте ще у 2003 р. українських прихильників поміркованої інфляції застерігали від ризику значних соціальних коштів повторного гальмування інфляції [13]. Сповільнення динаміки економічного зростання з початку 2005 р. можна вважати наслідком попереднього інфляційного „перегріву” економіки [22, с. 33—37], ознаки якого простежувалися ще влітку 2004 р. [1, с. 6—8]. Ю. Половнєв і С. Ніколайчук визнають прискорення економічного зростання в 2004 р. переважно за рахунок приватного споживання, але інфляційний тиск пояснюють підвищенням собівартості продукції [11, с. 6]. Подібно І. Крючкова не заперечує, що вітчизняні виробники “виявилися не в змозі підсилити динаміку адекватно попиту”, однак погіршення загальноекономічної динаміки чомусь пов'язує із зміною споживчої та інвестиційної складової у внутрішньому попиті [6]. С. Кораблін: збільшення споживчих витрат визнає інфляційним, а інвестицій — антиінфляційним чинником [4].

Перший заступник голови НБУ А. Шаповалов вважає, що „сьогодні інфляція має насамперед не монетарний, а структурний характер” [18, с. 5]. Окремі дослідження справді не показують високої ваги грошової маси у динаміці цін [9, с. 102; 35; 39], що може бути наслідком демонетизації економіки і підвищеної залежності від адміністративних цін, однак не бракує інших пояснень. Грошова маса може впливати на інфляцію не лише безпосередньо, але й опосередковано — через інфляційну інерцію, обмінний курс, заробітну плату або процентну ставку [35, р. 28–29]. Висока інфляційна інерція може пояснюватися плануванням майбутнього підвищення цін на противагу негайній реакції на збільшення пропозиції грошової маси [25, р. 1235–1257].

Ще одним поясненням може бути поліпшення сальдо бюджету. Таке припущення висловлювалося для України [35, р. 29], а нещодавно — для економік Болгарії і Румунії [30] та країн Близького Сходу і Північної Африки [31]. Вищий рівень рівноважної інфляції для країн, що розвиваються, пояснюється якраз низькою якістю інституцій, що заважають зваженій фіскальній політиці [34, р. 239–252]. Для випадків високої інфляції дефіцит бюджету може бути набагато важливішим чинником підвищення цін, ніж навіть інфляційна інерція [27, р. 443–468]. Для української економіки антиінфляційний вплив профіциту бюджету не заперечується, але в контексті спаду виробництва [15, с. 48–49]. С. Кораблін інфляційні ефекти обмежує „соціалізацією” дефіциту бюджету [4]. Виконавчий директор НБУ з економічних питань І. Шумило заперечує конструктивність „жорсткого придушення інфляції монетарними методами”, але визнає доцільність обмеження дефіциту бюджету [12]. В одному з раніших досліджень нами знайдено слабкі ознаки, що це може стимулювати промислове виробництво [19, с. 281]. Загалом емпіричні оцінки впливу сальдо бюджету виглядають дуже суперечливо. Переважно збільшення дефіциту бюджету збільшує обсяги виробництва і прискорює інфляцію [24, р. 577–583; 29, р. 15–16], але зустрічаються випадки отримання від’ємних мультиплікаторів [32, р. 150; 41, р. 156–157]. Інфляційний вплив дефіциту бюджету найвідчутніше виявляє себе у країнах, що розвиваються, тоді як у розвинених країнах впливу на цінову динаміку немає [26]. Проте дефіцит бюджету підвищує нестабільність інфляції, а це має самостійний дестабілізуючий вплив на динаміку доходу [38].

Підвищення монетизації української економіки до 48–49% від ВВП (за підсумком 2006 р.) об’єктивно послаблює логіку „немонетарної” інфляції, хоча не бракує сильніших аргументів. Поступове прискорення інфляції, що поєднується із короткочасним „сюрпризним” прискоренням динаміки

промислового виробництва, продемонстровано для місячних даних за 1994–2000 рр. [19, с. 293–306]. Пізніше короткочасний монетарний „сюрприз” ідентифіковано для України і Росії [40, р. 441–461], Білорусі [33, р. 8–9] та Вірменії [28, р. 15]. Інфляція виглядає монетарною у Білорусі, але подібних ознак бракує для Вірменії. Відчутний зв’язок між знеціненням грошової одиниці та інфляцією не заперечується для української [8, с. 28–32; 9, с. 101–102; 10, с. 12–20; 21, с. 207–212] та інших економік [33, р. 7; 28, р. 14; 36, р. 462–483]. Якщо для України девальвація виглядає чинником погіршення динаміки доходу [20, с. 21–24], то для Вірменії — нейтральною стосовно цього показника [28, р. 14]. Проте не бракує досліджень, коли девальвація гривні стає нейтральним [8, с. 31] або навіть сприятливим чинником економічного зростання [10, с. 18–20; 15, с. 47–49]. Доцільність ревальвації гривні як засобу зниження інфляції і стимулювання економічного зростання поділяється не всіма [2, с. 13; 4; 17, с. 66; 7]. В окремих випадках ставиться питання: яке з двох лих менше — інфляція чи ревальвація? [23, с. 127–146].

*Теоретичний коментар.* Логіку антиінфляційної політики ілюструє компактна модель з раціональними очікуваннями [37, р. 594–613; ]<sup>1</sup>:

$$\left(Q_s^T\right)_t = s_0 + s_1(m_t - E_{t-1}p_t^N) + s_2\gamma E_{t-1}(e_t + p_t^T - p_t^N) + u_t, \quad (1)$$

$$\left(Q_s^N\right)_t = s_0 + s_1(m_t - E_{t-1}p_t) - s_2(1 - \gamma)E_{t-1}(e_t + p_t^T - p_t^N) + u_t, \quad (2)$$

$$\left(Q_d^T\right)_t = a_0 - \beta E_t(e_{t+1} + p_{t+1}^T - p_{t+1}^N) + a_1(m_t - E_t(e_{t+1} + p_{t+1}^T)) + \\ + a_2(E_t i_{t+1} - e_t - p_t^T) - a_3(r_t^* + E_t e_{t+1} - e_t - (E_t i_{t+1} - i_t)) + a_4 g_t + \varepsilon_t, \quad (3)$$

$$\left(Q_d^N\right)_t = b_0 + \beta E_t(e_{t+1} + p_{t+1}^T - p_{t+1}^N) + b_1(m_t - E_t p_{t+1}^N) + \\ + b_2(E_t i_{t+1} - p_t^N) - b_3(r_t^* + E_t e_{t+1} - e_t - (E_t i_{t+1} - i_t)) + b_4 g_t + \varepsilon_t, \quad (4)$$

$$m_t = y_t + p_t^N - l_1(r_t^* + E_t e_{t+1} - e_t), \quad (5)$$

$$R_t = \left(Q_s^T\right)_t - \left(Q_d^T\right)_t + (1 - d_1)(e_t + p_t^T) + d_1 R_{t-1}, \quad (6)$$

де  $y_t$  — доход,  $\left(Q_s^T\right)_t$ ,  $\left(Q_d^T\right)_t$ ,  $\left(Q_s^N\right)_t$ ,  $\left(Q_d^N\right)_t$ ,  $p_t^T$ ,  $p_t^N$  — відповідно пропозиція, попит та ціни товарів зовнішньої і внутрішньої торгівлі,  $i_t$  — загальний рівень цін,  $m_t$  — пропозиція грошової маси,  $g_t$  — дефіцит бюджету,  $e_t$  — обмінний курс,  $r_t^*$  — світова процентна ставка,  $R_t$  — валютні резерви,  $u_t$  і  $\varepsilon_t$  — стохастичні шоки з боку сукупної пропозиції і попиту. Усі змінні, окрім  $g_t$  і  $r_t^*$ , подано у логарифмах. Оператори  $E_t$  і  $E_{t-1}$  означають відповідні математичні сподівання.

<sup>1</sup> Дану модель доповнено рівнянням рівноваги на грошовому ринку. Докладніше пояснення зазначеної моделі для різноманітних варіантів обмінного курсу та ширшої специфікації пропозиції грошової маси нами зроблено в [19, с. 243–251].

У рівняннях (1) і (2) виробництво товарів  $Q^T$  і  $Q^N$  залежить від очікувань реальної грошової маси і реального обмінного курсу (РОК), а також стохастичного чинника  $u_t$ . Попит на товари  $Q^T$  зростає у разі очікувань підвищення РОК, прискорення інфляції та зниження реальної процентної ставки (рівняння (3)). Подібним чином у рівнянні (4) визначено попит на товари  $Q^N$ . Ефект заміщення  $\beta$  є однаковим для обох товарів. Інфляцію споживчих цін визначено цінами товарів  $Q^T$  і  $Q^N$ :  $i_t = \gamma p_t^N + (1 - \gamma)(e_t + p_t^T)$ . Економічні агенти вирішують про обсяги та структуру попиту в період часу  $t$ , виходячи з очікувань на період  $t+1$ , тоді як очікування щодо обсягів виробництва зроблено у період часу  $t-1$ . У рівнянні (5) попит на гроші зростає у випадку збільшення доходу і зниження номінальної процентної ставки. Рівняння (6) характеризує залежність валютних резервів від попиту і пропозиції товарів  $Q^T$ . Внутрішня рівновага стосується попиту і пропозиції товарів  $Q^N$ :  $(Q_s^N)_t = (Q_d^N)_t$ .

Модель (1)–(6) передбачає підтримання фіксованого обмінного курсу, проте практичний інтерес становить варіант формування очікувань обмінного курсу пропозицією грошової маси за умов підтримання фіксованого обмінного курсу. Приймаючи для зручності  $l_1=0$ , рівноважні значення  $y_t$  і  $p_t^N$  становлять:

$$y_t = \bar{y} + \left(\frac{1}{\Delta}\right) \left\{ (\gamma b_3 - \beta) m_t - \gamma b_3 e_t - b_4 g_t - [\beta + (1 - \gamma)(b_2 + s_2)] p_t^T + b_3 r_t^* \right\} + \left(\frac{1}{(b_2 + \gamma b_3)}\right) (u_t - \varepsilon_t); \quad (8)$$

$$p_t = \bar{p} + \left(\frac{1}{\Delta}\right) \left\{ (\beta + b_1 + (1 - \gamma)(b_2 + s_2) - \gamma b_3 - s_1) m_t + \gamma b_3 e_t + b_4 g_t + (\beta + (1 - \gamma)(b_2 + s_2)) p_t^* - b_3 r_t^* \right\} - \left(\frac{1}{(b_2 + \gamma b_3)}\right) (u_t - \varepsilon_t),$$

де  $\Delta = b_1 + (1 - \gamma)(b_2 + s_2) - s_1$ , а  $\bar{y}$  і  $\bar{p}$  — рівноважні значення доходу та цін<sup>2</sup>.

Приймаючи  $\Delta > 0$  (цього слід очікувати в разі підвищеної залежності попиту і пропозиції обох товарів від цінового чинника, а також переважаючого впливу грошової маси на попит порівняно із пропозицією,  $b_1 > s_1$ ), збільшення дефіциту бюджету і девальвація грошової одиниці прискорюють інфляцію і погіршують динаміку доходу. За умови промовистого ефекту заміщення ( $\beta > \gamma b_3$ ) збільшення грошової маси є інфляційним і рестрикційним. Подібними є наслідки підвищення цін  $p_t^T$  і зниження процентної ставки  $r_t^*$ .

<sup>2</sup> З міркувань компактного викладу матеріалу не показано розв'язки для валютних резервів  $R_t$ . Припущення про формування очікувань обмінного курсу пропозицією грошової маси за умов "плавання" грошової одиниці забезпечує дещо інші результати [19, с. 246–247]. Проте спільним залишається можливість інфляційного і рестрикційного впливу передбачуваних змін у пропозиції грошової маси та дефіциту бюджету.

*Методологія дослідження.* Для вивчення взаємного впливу інфляції та показників доходу застосовано оцінки з рекурсивними коефіцієнтами (фільтр Кальмана). Використовувалися такі квартальні дані за 1994–2006 рр.:  $y_t$  — індекс ВВП;  $ind_t$ ,  $indmach_t$  і  $indst_t$ , — індекси промислового виробництва загалом та виробництва в машинобудуванні та металургії;  $indworld_t$  — індекс промислового виробництва країн-торговельних партнерів<sup>3</sup>;  $cpi_t$  — інфляція споживчих цін;  $e_t$  — номінальний обмінний курс (грн. за долар);  $bd_t$  — сальдо бюджету (% від ВВП);  $m2_t$  — грошовий агрегат М2;  $brent_t$  і  $metal_t$  — відповідно світові ціни на сиру нафту і метал. Порівняно з місячними даними, квартальні часові ряди вважаються більш якісними, передусім для показників доходу [35, р. 10]. Не виключено, що оцінки слабого впливу пропозиції грошової маси на інфляцію пояснюються саме використанням місячних даних. Всі показники отримано з *International Financial Statistics* та інформаційних матеріалів НБУ і Держкомстату. Всі змінні (окрім сальдо бюджету) використовувалися у вигляді перших різниць логарифмів відповідних показників. Взаємний вплив інфляції і доходу досліджувався для відмінних специфікацій системи двох одночасних рівнянь, що дозволило перевірити стійкість отриманих оцінок.

*Емпіричні результати.* За умови врахування низки немонетарних чинників ( $bd_t$ ,  $indworld_t$ ,  $brent_t$ ) оцінки взаємної залежності динаміки цін і економічного зростання показують, що лагове значення інфляції перешкоджає зростанню ВВП і промислового виробництва, а також продукції машинобудування (рис. 1). Отримані рекурсивні коефіцієнти достатньо стійкі, що не дозволяє стверджувати про зміну рестрикційного впливу інфляції залежно від її рівня. Водночас інфляція виглядає нейтральною щодо виробництва у металургії, а із середини 2002 р. навіть досить контрастно з'являються ознаки стимулюючого впливу. В решті випадків зміна специфікації рекурсивної моделі практично не змінює характеру рестрикційного впливу інфляції на економічне зростання. Цілком передбачувано сприятливими для динаміки  $y_t$ ,  $ind_t$ ,  $indmach_t$  і  $indst_t$  виявилось пожвавлення виробництва у країнах-торговельних партнерах (не показано графічно). На динаміку ВВП негативно впливає підвищення світової ціни на нафту (з лагом у два квартали). Цікаво, що підвищення світової ціни на метал пожвавлює виробництво у машинобудуванні, але не впливає на металургію.

---

<sup>3</sup> Цей показник враховує дані ВВП (або промислового виробництва) Росії, Великобританії, Іспанії, Італії, Нідерландів, Німеччини, США, Туреччини і більшості країн Східної Європи (всього — 15 країн, на які припадає понад дві третини українського експорту-імпорту).

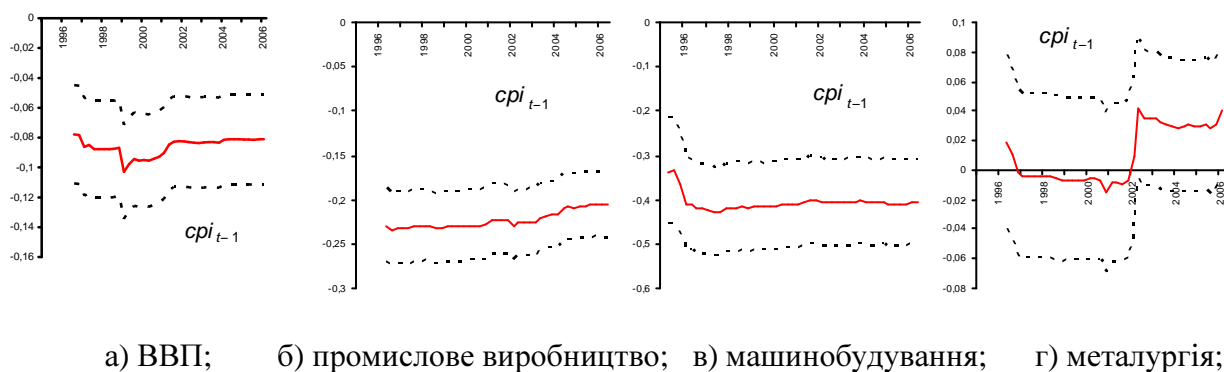


Рис. 1. Вплив інфляції на показники доходу

Примітка: тут і далі оцінені гнучкі коефіцієнти подано у довірчому інтервалі  $\pm$  одне стандартне відхилення

Пожвавлення виробництва має антиінфляційний вплив в усіх секторах (рис. 2), але врахування показника  $g_{t-2}$  істотно змінює ситуацію (рис. 3). З 1999 р. зникає антиінфляційний вплив, а з 2001 р. зростає інфляційна „віддача” від  $y_{t-1}$ . Водночас збільшення промислового виробництва виглядає недвозначно інфляційним. Слабкий антиінфляційний вплив простежується лише для динаміки продукції машинобудування в 1999–2002 рр.. Значний інфляційний вплив металургійного виробництва знижується з початку 2002 р., однак надалі помітна слабка висхідна тенденція.

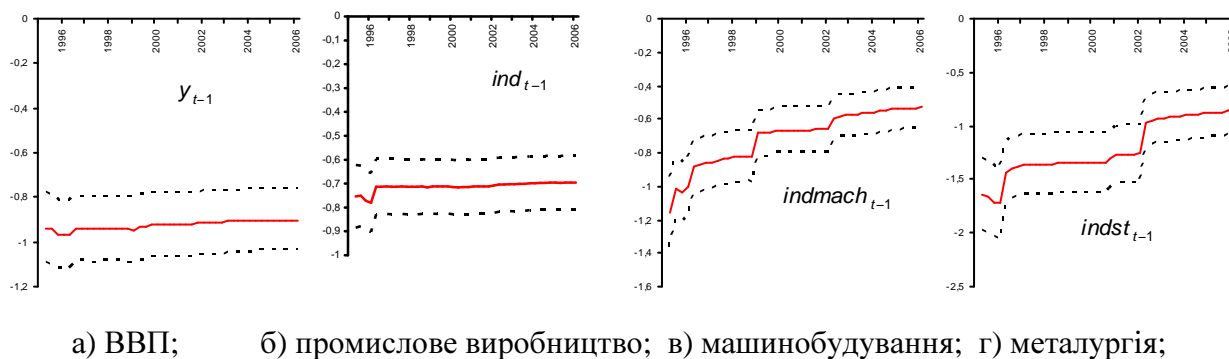


Рис. 2. Вплив динаміки доходу на інфляцію (не враховано сальдо бюджету)

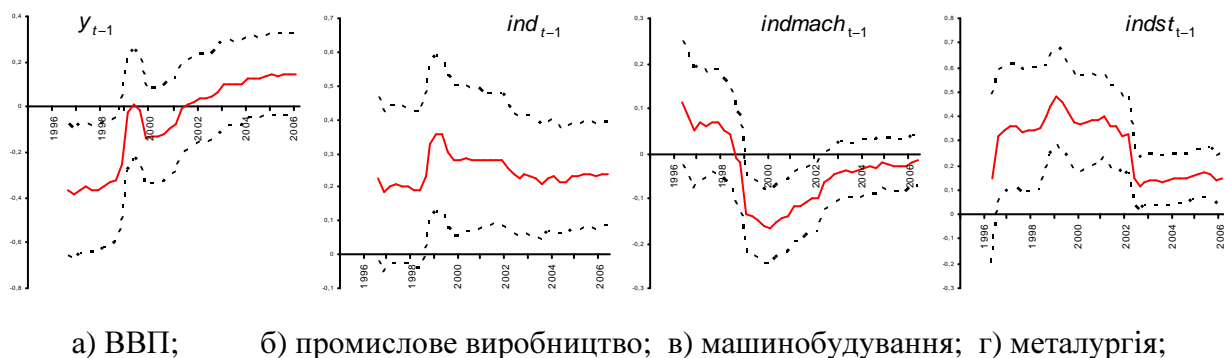


Рис. 3. Вплив динаміки доходу на інфляцію (враховано сальдо бюджету)

Отримані результати стверджують промовистий (і стійкий) зв'язок між знеціненням гривні та інфляцією (рис. 4). Поліпшення сальдо бюджету має виразний антиінфляційний вплив (з лагом у два квартали). На сьогодні кожен відсоток збільшення грошової маси веде до зростання цін на 0,7% (в 1995—96 рр. зазначений вплив був вдвічі вищим). Отриманий коефіцієнт значно вищий, ніж це отримано в інших дослідженнях: 0,11 [35, р. 24] і 0,15 [9, с. 101—102]. Залежно від специфікації, простежується антиінфляційний вплив світової ціни на метал, інфляції у Росії та доходу країн-торговельних партнерів, що значною мірою заперечує логіку запропонованої теоретичної моделі.

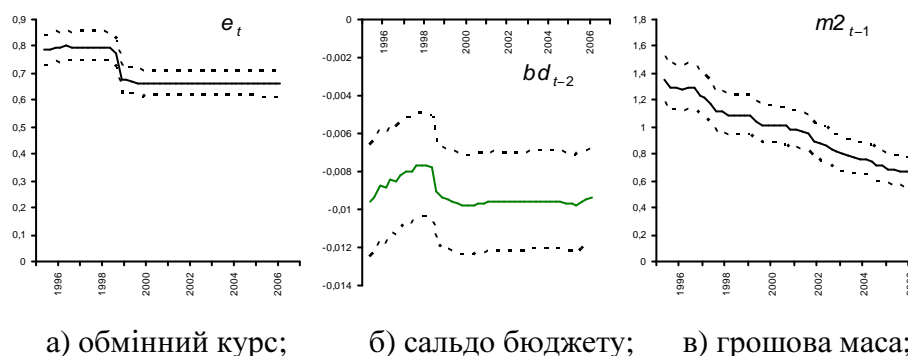


Рис. 4. Чинники інфляції

Емпіричні оцінки пропонують прозорі рекомендації для зниження інфляції: зміцнення гривні, поліпшення сальдо бюджету і обмеження темпу зростання грошової маси. Така політика не загрожує втратами доходу, що відповідає логіці моделі (1)—(6). Зміцнення грошової одиниці є сприятливим для реального сектора в усіх сегментах (рис. 5). Для динаміки ВВП вплив обмінного курсу навіть дещо посилюється із часом, тоді як протилежне відбувається для промислового виробництва (із структурним зсувом на початку 1999 р.) і машинобудування. Для металургії рекурсивні коефіцієнти тяж виявилися від'ємними, але з нижчою статистичною значущістю.

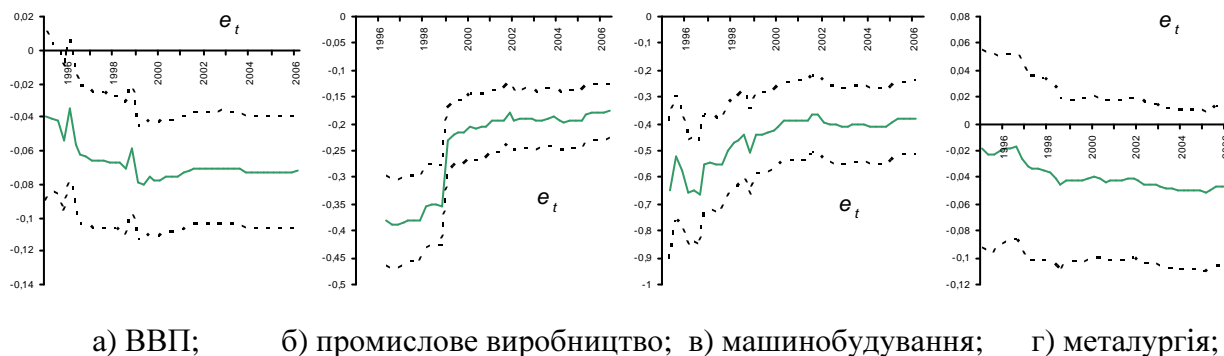
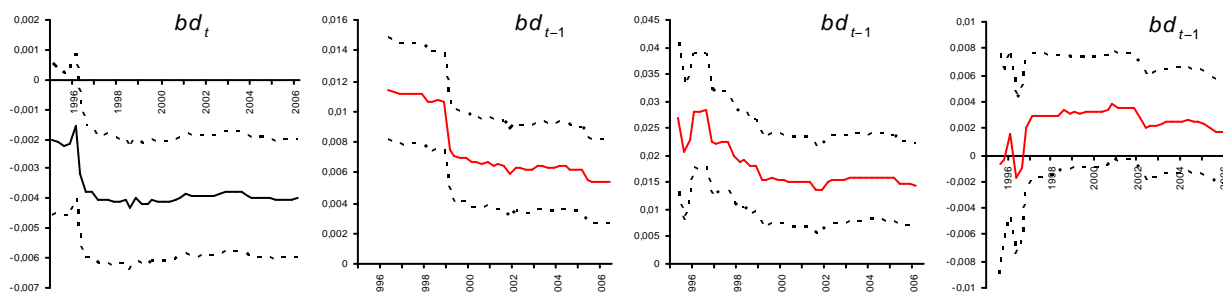


Рис. 5. Вплив обмінного курсу на динаміку доходу

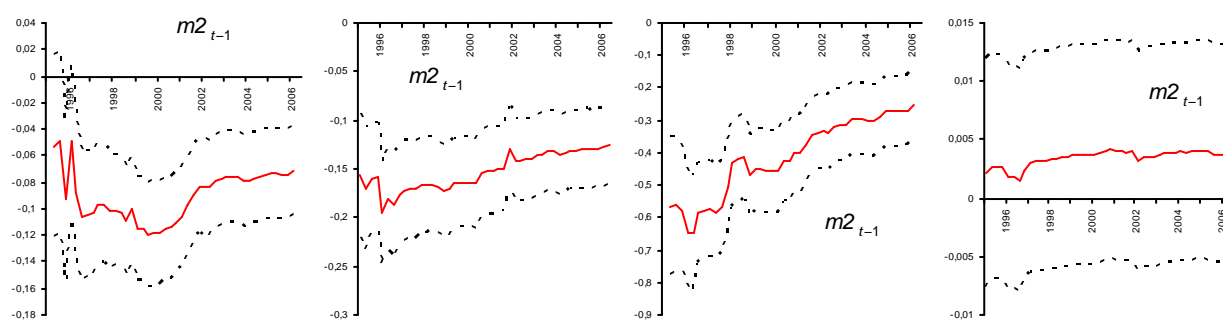
Поліпшення сальдо бюджету сповільнює динаміку ВВП, але має виразний сприятливий вплив на промислове виробництво загалом і машинобудування зокрема (рис. 6). Вплив сальдо бюджету на металургійну галузь виглядає слабшим, але однаково не надає підстав для тверджень про неминучий “кошмар” для економіки України, як це часом видається [15, с. 48].



а) ВВП; б) промислове виробництво; в) машинобудування; г) металургія;

Рис. 6. Вплив сальдо бюджету на динаміку доходу

Переконливо простежується рестрикційний вплив збільшення пропозиції грошової маси на  $y_t$ ,  $ind_t$  і  $indmach_t$  (рис. 7). Станом на початок 2006 р. збільшення грошової маси на 10% знижує темп зростання ВВП на 0,8%, промислового виробництва — на 1,5%, а продукції машинобудування — на 3%. Лише для металургії не виявлено залежності виробництва від грошової маси. Загалом металургійний сектор виглядає таким, що найменше втрачає від інфляційної економічної політики.

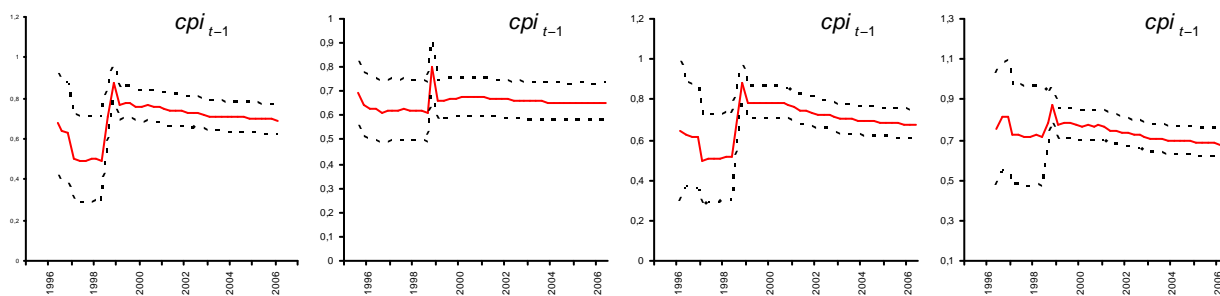


а) ВВП; б) промислове виробництво; в) машинобудування; г) металургія;

Рис. 7. Вплив пропозиції грошової маси на динаміку доходу

Незалежно від специфікації статистичної моделі, виразно простежується інфляційна інерція (рис. 8). Якщо інтерпретувати високий коефіцієнт для інфляційної інерції свідченням того, що вища інфляція є важчою для опанування [35, р. 28], стає очевидним: прискорення інфляції зразка 1998—99 рр. не пішло на користь для антиінфляційної політики.





а) ВВП; б) промислове виробництво; в) машинобудування; г) металургія;

Рис. 8. Залежність інфляції від лагового значення в окремих моделях

*Рекомендації для економічної політики.* Проведене дослідження засвідчує конструктивний характер обмеження пропозиції грошової маси і скорочення дефіциту бюджету. Станом на кінець жовтня ц.р. емісія грошової маси перевищувала деяке рівноважне значення на 3%, що приблизно відповідає значенню передкризового вересня 2004 р. та грудня 2005 р., коли НБУ отримав значні валютні надходження від продажу „Криворіжсталі” (рис. 9). Пропозиція грошової маси була нижчою від деякого рівноважного рівня з листопада 2004 р. до жовтня 2005 р., проте надалі спостерігається значний експансійний імпульс, який значно перевершив показник вересня 2004 р. Вартує уваги як стрімке зменшення пропозиції грошової маси наприкінці 2005 р. — на початку 2006 р., так і переважно консервативна монетарна політика упродовж 2002—03 рр.

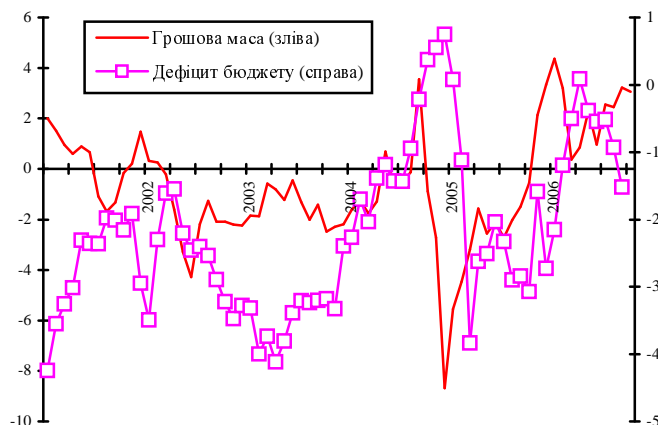


Рис. 9. Дефіцит бюджету (% від ВВП) і грошове “нависання” в українській економіці (%), січень 2001 р. — жовтень 2006 р.

Джерело: розраховано за даними [www.bank.gov.ua](http://www.bank.gov.ua)

Фіскальна політика була рестрикційною приблизно до початку 2003 р., однак надалі отримала верх експансійна тенденція. З початку 2004 р. обидві політики — фіскальна і монетарна — набули виразного експансійного забарвлення, що зрештою (в дусі проведеного емпіричного аналізу) мало

позначитися прискоренням інфляції та сповільненням динаміки промислового виробництва. Початок 2005 р. позначився радикальним переходом до поліпшення сальдо бюджету і обмеження пропозиції грошової маси, однак надалі архітектура економічної політики почала нагадувати 2004 р. Помітне останнім часом поліпшення сальдо бюджету виглядає оптимістично, але однаково відчувається брак фіскальної дисципліни зразка 2002—03 рр. чи 2005 р. Скорочення дефіциту бюджету повинно стати надійним доповненням до більш консервативної монетарної політики, адже формування очікувань обмінного курсу пропозицією грошової маси не залишає простору для експансійних рішень. Окрім звичного в таких випадках погіршення сальдо поточного рахунку та очікувань девальвації гривні, потужні виклики може створити „бульбашка” на ринку нерухомості. З іншого боку, скоординована консервативна фіскальна і монетарна політика не лише перешкоджатиме погіршенню торговельного балансу і поточного рахунку, але й дозволить реалізувати антиінфляційний і сприятливий для виробництва потенціал зміцнення гривні.

### Література

1. Гальчинський А. Макроекономічні та монетарні передумови політики зростання // Вісник НБУ. — 2004. — № 8. — С. 6—8.
2. Геєць В. Цінова конкуренція чи цінова стабільність: дуалізм політики економічного зростання // Економіка і прогнозування. — 2005. — № 4. — С. 9—31.
3. Кораблін С. Сукупна пропозиція і оптимальна інфляція // Економіка і прогнозування. — 2005. — № 1. — С. 9—32.
4. Кораблін С. Чому в Китаї низька інфляція? // Дзеркало тижня. — 2005. — № 32. — 20 серпня.
5. Кораблін С. Одновимірна політика // Дзеркало тижня. — 2006. — № 34. — 9 вересня.
6. Крючкова І. Перманентна цінова гонка на тлі розгортання інвестиційної кризи // Дзеркало тижня. — 2005. — № 27—28. — 16 липня.
7. Крючкова І. Анатомія гальмування // Дзеркало тижня. — 2005. — № 46. — 26 листопада.
8. Лепушинський В. Дія каналів монетарної трансмісії в економіці України // Вісник НБУ. — 2006. — № 2. — С. 28—32.
9. Петрик О., Половньов Ю. Аналіз чинників інфляції та її прогнозування в Україні // Економіка і прогнозування. — 2003. — № 3. — С. 86—104.
10. Петрик С., Ніколайчук С. Структурна модель трансмісійного механізму монетарної політики в Україні // Вісник НБУ. — 2006. — № 3. — С. 12—20.
11. Половньов Ю., Ніколайчук С. Оцінка циклу ділової активності української економіки // Вісник НБУ. — 2005. — № 8. — С. 4—8.
12. Рецепти проти слабкості // Дзеркало тижня. — 2005. — № 37. — 24 вересня.
13. Фільюолі Л., Лісоволик Б. Чи дорого коштує стабільність цін? // Дзеркало тижня. — 2003. — № 16. — 26 квітня.
14. Фільюолі Л., Лісоволик Б. Як зберегти високі темпи економічного зростання в Україні // Дзеркало тижня. — 2004. — № 32. — 20 серпня.

15. Харазішвілі Ю. Кількісний аналіз можливих наслідків зміцнення та знецінення обмінного курсу гривня/долар // *Економіка України*. — 2006. — № 2. — С. 43–49.
16. Харазішвілі Ю., Заріцький О., Заводник В. Перспективи економічного зростання в 2003 і 2004 роках: реальність і можливості // *Банківська справа*. — 2003. — № 5. — С. 59–67.
17. Харазішвілі Ю., Дунаєв В., Заріцький О., Заводник В. Математична модель сукупної пропозиції // *Банківська справа*. — 2003. — № 3. — С. 60–71.
18. Шаповалов А. Стратегічні напрями курсової політики України у рамках моделі сталого економічного розвитку // *Вісник НБУ*. — 2005. — № 11. — С. 3–6.
19. Шевчук В. Платіжний баланс і макроекономічна рівновага в трансформаційних економіках: досвід України. — Львів: Каменяр, 2001. — 495 с.
20. Шевчук В. Слабка гривня як чинник спаду промислового виробництва і погіршення торговельного балансу // *Вісник НБУ*. — № 8. — 2002. — С. 21–24.
21. Шевчук В. Відмінний вплив “слабкої” грошової одиниці у трансформаційних економіках / *Матеріали наук.-практ. конф. “Стратегія монетарної політики: проблеми вибору та застосування”* (м. Київ, 23–24 квітня 2002 р.). — К.: НБУ, 2002. — С. 207–212.
22. Шевчук В. Інфляційний „перегрів” української економіки в 2003—2004 роках: причини та наслідки // *Економіст*. — 2005. — № 11. — С. 33–37.
23. Шумська С. Інфляція чи ревальвація: яке з двох лих менше? (Емпіричний аналіз впливу на економіку) // *Економіка і прогнозування*. — 2005. — № 3. — С. 127–146.
24. Agenor, P.-R. Stabilization Policies in Developing Countries with a Parallel Market for Foreign Exchange: A Formal Framework // *IMF Staff Papers*. — 1990. — Vol. 37. — No. 3. — P. 560—591.
25. Burstein A. Inflation and output dynamics with state-dependent pricing decisions // *Journal of Monetary Economics*. — 2006. — Vol. 53. — Issue 7. — P. 239—252.
26. Catao L., and M. Terrones. Fiscal Deficits and Inflation. *IMF Working Paper No. 65*. — Washington: IMF, 2003. — 34 p.
27. Celasun O., R. G. Gelos, and A. Prati. Obstacles to disinflation: what is the role of fiscal expectations? // *Economic Policy*. — 2004. — No. 40. — P. 441—481.
28. Dabla-Davis E., and H. Floerkemeier. Transmission Mechanisms of Monetary Policy in Armenia: Evidence from VAR Analysis. *IMF Working Paper No. 248*. — Washington: IMF, 2006. — 27 p.
29. Dai Q., and T. Philippon. Fiscal Policy and the Term Structure of Interest Rate. *NBER Working Paper No. 11574*. — Washington: NBER, 2005. — 37 p.
30. Duenwald C., N. Gueorguiev, and A. Schaechter. Too Much of a Good Thing? Credit Booms in Transition Economies: The Cases of Bulgaria, Romania and Ukraine. *IMF Working Paper No. 128*. — Washington: IMF, 2005. — 31 p.
31. Fanizza D., and L. Söderling. Fiscal Determinants of Inflation: A Primer for the Middle East and North Africa. *IMF Working Paper No. 216*. — Washington: IMF, 2006. — 15 p.
32. Heller P. Considering the IMF’s Perspective on a “Sound Fiscal Policy” // *Finanz-Archive*. — 2002/2003. — Vol. 59. — No. 1. — P. 141—161.
33. Horvath B., and R. Maino. Monetary Transmission Mechanisms in Belarus. *IMF Working Paper No. 246*. — Washington: IMF, 2006. — 22 p.
34. Huang H., and S.-J. Wei. Monetary policies for developing countries: The role of institutional quality // *Journal of International Economics*. — 2006. — Vol. 70. — Issue 1. — P. 239—252.
35. Lissovolik B. Determinants of Inflation in a Transition Economy: The case of Ukraine. *IMF Working Paper No. 126*. — Washington: IMF, 2003. — 35 p.
36. Oomes N., and F. Ohnsorge. Money demand and inflation in dollarized economies: The case of Russia // *Journal of Comparative Economics*. — 2005. — Vol. 33. — No. 3. — P. 462—483.
37. Rojas-Suarez L. Limited Capital Markets And The Real Effects Of Monetary Stabilization Policies Under Alternative Exchange Rate Regimes // *Journal of International Money and Finance*. — 1992. — Vol. 11. — No. 6. — P. 594—613.

38. Rother P. Fiscal Policy and Inflation Volatility. *ECB Working Paper* No. 317. — Frankfurt: ECB, 2004. — 31 p.
39. Siliverstovs B., and Bilan O. Modelling Inflation Dynamics in Transition Economies: The Case of Ukraine. *Discussion Paper* No. 476. — Berlin: Institute for Economic Research, 2005. — 23 p.
40. Starr M. Does money matter in the CIS? Effects of monetary policy on output and prices // *Journal of Comparative Economics*. — 2005. — Vol. 33. — No. 3. — P. 441–461.
41. *World Outlook*. The Information Technology Revolution. — Washington: IMF, 2001. — 264 p.