

Серебрянський Д.М., к.е.н., с.н.с., директор,
НДІ фінансового права;
Капелюш А.А., м.н.с.,
Науково-дослідний центр з проблем оподаткування
Національного університету ДПС України,
м. Ірпінь

Світові тренди фіскально-монетарної взаємодії

У статті проаналізований зарубіжний досвід налагодження взаємодії фіскальної та монетарної політики. Визначено, форма та характер взаємодії фіскальної та монетарної політики визначається специфікою соціально-економічних умов в кожній країні. Автором встановлено, що поштовх для переосмислення методологічних основ фіскально-монетарної взаємодії стала фінансово-економічна криза 2008–2009 рр.. Відповідно у посткризовий період актуалізується забезпечення узгодженості між фіскальною та монетарною політиками в новому форматі – через проведення макропруденційної політики.

Ключові слова: монетарна політика, фіскальна політика, взаємодія, макропруденційна політика, фінансово-економічна криза.

В статье проанализирован мировой опыт налаживания взаимодействия фискальной и монетарной политики. Определено, форма и характер взаимодействия фискальной и монетарной политики определяется спецификой социально-экономических условий в каждой стране. Автором установлено, что толчок для переосмысления методологических основ фискально-монетарного взаимодействия стал финансово-экономический кризис 2008–2009 гг. Соответственно в посткризисный период актуализируется обеспечения согласованности между фискальной и монетарной политиками в новом формате – через проведение макропруденциальной политики.

Ключевые слова: фискальная политика, монетарная политика, взаимодействие, макропруденционная политика, финансово-экономический кризис.

The article contains the international experience establishing interaction of fiscal and monetary policy. It is defined, the form and nature of the interaction of fiscal and monetary policy determined by the specific socio-economic conditions in each country. The author shows that the impetus for rethinking the methodological foundations of fiscal-monetary interaction was the financial crisis of 2008–2009. According to the post-crisis period consistency between fiscal and monetary policy must be in the new format – by conducting macro-prudential policy.

Key words: fiscal policy, monetary policy, interaction, macroprudential policy, financial-economic crisis.

Постановка проблеми. Питання взаємодії фіскальної та монетарної політики набуло актуальності та високого рівня значимості в дослідженнях зарубіжних науковців ще до появи України на політичній карті світу. Еволюція макроекономічної теорії сприяла розвитку в країнах різних підходів до дизайну фіскально-монетарної взаємодії: від абсолютного домінування фіскальної політики до монетарного домінування. Однак в останні роки полярність в абсолютному домінуванні тієї чи іншої політики поступово зникає.

Фіскально-монетарна взаємодія є надзвичайно важливою для будь-якої економіки, незалежно від рівня її розвитку. Адже, ефективність налагодження

узгодженості між фіскальною та монетарною політиками визначає ефективність фінансової політики в цілому. Зауважимо, форма та зміст взаємодії залежить від специфічних рис кожної країни, глибини її фінансового ринку, валютного режиму, існуючої інституційної архітектури тощо.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Аналіз та узагальнення результатів теоретичних та емпіричних досліджень свідчать про те, що у вітчизняній фаховій літературі недостатньо приділено уваги цілісному дослідженню та аналізу світових тенденцій налагодження взаємодії фіскальної та монетарної політик. Вагомий внесок у даній проблематиці було зроблено зарубіжними вченими, серед яких слід виділити С. Пекарського, С. Мерзлякова [2], П. Кругмана [1], А. Діксіта, Л. Ламбертіні [3], Д. Вайнеса, Т. Кірсанову [7], М. Гудфрінда [8], С. Сечетті [9], С. Штаундіргена [10].

Постановка завдання. З метою забезпечення результативної взаємодії фіскальної та монетарної політики в Україні проаналізуємо досвід деяких розвинених країн та країн, що розвиваються.

Виклад основного матеріалу. У розвинених країнах найчастіше спостерігається домінування фіскальної політики, адже остання розглядалась як основний та необхідний важіль фінансової стабілізації. У той час роль монетарної політики почала актуалізуватись лише після Другої світової війни, а саме в 1970-х рр. Для мінімізації інфляційного тиску очевидною стала необхідність для фіскальної політики узгоджуватись з монетарними заходами, особливо враховуючи обмежені можливості фіскальної політики реагувати дискреційними діями на циклічність економіки. Звернемось до досвіду США, Великобританії, ЄС та Російської Федерації, оскільки для кожної з країн властива своя специфікація моделі фіскально-монетарної взаємодії.

Так, у проведенні фінансової політики в США з часів Великої депресії 1930-х рр. приймають участь як уряд, так і Федеральна резервна система (далі – ФРС). Незалежність від уряду та повноваження самостійно та ефективно контролювати інфляцію, ФРС отримала з 1979 року, після ефективного подолання інфляційного сплеску. Статус незалежності ФРС став каталізатором для ряду кардинальних змін: монетарна політика в США набула рис рестрикційності; контроль інфляції став цільовим вектором; з метою забезпечення більшої гнучкості в діях, запроваджений режим монетарного таргетування. Водночас фіскальна політика, орієнтуючись на суто економічний розвиток, носила експансивний характер. До 2000-х рр. для оперативного регулювання ФРС переважно застосовувала облікову ставку. Крім цього, зниженням облікової ставки супроводжувались заходи фіскальної експансії, зокрема для підсилення дії фіскальних стимулів (податкових пільг).

У докризовий період монетарна та фіскальна політики залишалися експансивними. Незважаючи на прояви нестабільності у фіскальній сфері, макроекономічні умови залишалися сприятливими, й до початку кризи в серпні 2007 року не вимагали внесення коректив зі сторони монетарної влади.

Проте, вже з початку рецесії 2007 року загострилась необхідність проведення як традиційних заходів монетарної експансії (зниження облікової ставки до нульового рівня), так й нетрадиційних (купівля у великих обсягах

довгострокових казначейських цінних паперів протягом 2009 р. – на початку 2010 р., а також повторне реінвестування, щоб уникнути скорочення балансу ФРС в період погашення іпотечних цінних паперів). В цілому монетарна експансія була спрямована на стимулювання сукупного попиту за рахунок зниження вартості кредитних ресурсів та збільшення експорту за рахунок девальвації долара.

Експансивні заходи ФРС супроводжувались й фіскальним стимулюванням з початку 2008 року. В умовах небезпечно високого бюджетного дефіциту через значне скорочення податкових доходів та росту витрат на медицину та безпеку, уряд США проводив масштабну фіскальну експансію, що була спрямована на стимулювання сукупного попиту за рахунок інфраструктурних інвестицій, податкових пільг та високих соціальних виплат по безробіттю. Таким чином, фінансово-економічна криза актуалізувала питання фіскально-монетарної взаємодії. Після 2010 р. уряд почав комбінувати експансивне стимулювання економічного зростання разом з заходами щодо обмеження бюджетного дефіциту шляхом секвестру та зростання податкових ставок. На думку П. Кругмана, передчасне запровадження фіскальної рестрикції й стало причиною довготривалого посткризового оздоровлення економіки США [1, с. 89].

Великобританія – яскравий приклад фіскального домінування. Так, Банк Англії (далі – БА) був створений як суб'єкт з обмеженою відповідальністю для виконання функцій банкіра й керуючого в боргових операціях уряду. Основною ціллю фіскальної політики було підтримання високого рівня сукупного попиту.

Модель фінансової політики в контексті розподілу повноважень між фіскальною та монетарною владою у Великобританії постійно змінювалась. Коли протягом 1960–1970-х рр. фіскальній політиці належала роль ключового важеля економічної політики в цілому, монетарна політика була необхідним зрівноважуючим фактором як в частині фінансування дефіцитів, так і в частині необхідної рестрикції. У 1980-х рр. з визначенням неефективності мінімізації інфляційного тиску шляхом скорочення бюджетних видатків, актуалізується роль грошово-кредитної політики. Однак, до 1997 р. монетарна та фіскальна політика ще визначалися Міністром фінансів, а при потребі проводились консультації з Банком Англії. Лише з переходом до режиму інфляційного таргетування з незалежним Банком Англії та створеним Комітетом монетарної політики були чітко визначені повноваження та сформульовані цільові вектори монетарної політики.

Відповідно до норм прийнятого закону «Про Банк Англії» відповідальність за проведення монетарної політики передавалась відповідно Банку, але в «надзвичайних кризових умовах» повноваження передавалися Міністерству фінансів. У нових умовах розподілу функціональних повноважень актуалізувалось питання щодо узгодженості фіскальної та монетарної політик. Процес її налагодження у Великобританії розглядали в трьох аспектах: по-перше, взаємодія між фіскальною та монетарною політикою забезпечувалась тим, що уряд визначав цільову спрямованість одночасно для обох політик, а дії Комітету монетарної політики базувалися на прогнозах уряду; по-друге, цілі

обох політик стали більш чіткими, а механізм їх досягнення більш прозорим; по-третє, забезпечення інформаційного обміну між представниками казначейства та Комітету монетарної політики. У цілому, введення в компетенцію незалежної монетарної політики контроль за ціновою стабільністю з відмовою застосування активної фіскальної політики виявилось дуже результативним.

Реагуючи на економічні процеси фіскальна та монетарна політики набували рис як експансивності, так й рестрикційності. З 2001 року обидві політики проводили незначну експансію. Але в період 2005–2008 рр. визнаючи інфляційний вплив від зростання цін на сировинні товари, уряд знову повертається до рестрикційного типу фіскальної політики. Фінансово-економічна криза визначила нові особливості в проведенні фінансової політики: актуалізується роль монетарної політики в короткостроковому періоді, водночас більшість операцій центрального банку здійснювались за підтримкою уряду. В липні 2012 р. з двосторонньою участю БА та уряду був створений Фонд рефінансування з метою зниження вартості позикових ресурсів та в підсумку – збільшення кредитування домогосподарств та приватного сектору в цілому.

Унікальний випадок фіскально-монетарного взаємозв'язку спостерігається в ЄС, де Європейський Центральний Банк (далі – ЄЦБ) як єдиний орган монетарної політики повинен співпрацювати з фіскальними органами 28 держав-членів. У зв'язку з цим, налагодження ефективної співпраці та координації між фіскальною та монетарною політикою потребує більш складного та комплексного механізму. Оскільки, по-перше, варто враховувати не лише загальноєвропейські, а й національні інтереси кожної країни, а по-друге, розглядати взаємодію не лише на рівні «центрального банку – уряд», але й на рівні «уряд – уряд».

Так, основна ціль ЄЦБ полягала в регулюванні та підтримки цінової стабільності, в той час, як підтримка економічної політики держави-члена ЄС була другорядною. Також на загальноєвропейському рівні банк уповноважений регулювати рівень сукупного виробництва, фіскальні органи – регулювати розподіл сукупного попиту на національному рівні, тобто в розрізі кожної країни. В частині проведення монетарних заходів монетарна політика кожного члена може впливати на монетарну політику інших членів всієї єврозони. Такий взаємовплив в контексті фіскальної політики відсутній. Однак науковці не виключали ймовірність впливу динаміки монетарних показників на перевищення визначеного цільового рівня бюджетного сальдо, що актуалізувало дослідження в двох напрямках: або створення й фіскального союзу на загальноєвропейському рівні; або проведення гнучкої та адаптивної фінансової політики в кожній державі ЄС.

Варто зазначити, що навіть враховуючи наявність добре налагоджених каналів для інформаційного обміну між фіскальними та монетарними інститутами, й врахування центральним банком наявності фіскального впливу на цінову динаміку, однак особливої зацікавленості та уваги до тісної

координації між фіскальною та монетарною політиками немає, що пояснюється ризиком втрати банком незалежності.

У докризовий період й фіскальна політика (у більшості держав), й монетарна характеризувались експансивним типом. Однак, в міру підвищення ризиків прояву економічного дисбалансу та інфляційного сплеску ЄЦБ впроваджував рестрикційні заходи. Водночас фіскальна політика залишалась експансивною, що відповідно до заяв Банку, зумовило до кінця 2008 р. високі бюджетні дефіцити в Греції, Іспанії, Ірландії.

Протягом світової фінансово-економічної кризи було проведено ряд скоординованих фіскальних та монетарних заходів. Причому ЄЦБ реагував на деструктив кризи як стандартними діями, так і нестандартними. З поглибленням та поширенням потрясінь на фінансових ринках у світовому масштабі та в євроні й для стимулювання попиту Банк з жовтня 2008 р. до травня 2009 р. періодично знижував процентну ставку. За весь період було ставку було знижено на 325 процентних пункти.

Важлива роль у мінімізації наслідків кризи належала й заходам фіскальної політики кожної держави-члена. Так, національні уряди надавали різного роду фінансову допомогу, у тому числі державні гарантії по міжбанківським кредитам, проводили рекапіталіацію деяких фінансових інститутів. Зворотньою стороною даної державної підтримки стали зростаючі бюджетні дефіцити та державні борги.

Відповідно пошуки шляхів ефективного проведення фінансової політики в ЄС продовжуються. Так, у своїх дослідженнях Кірсанова, Штен і Вайнес [7] дійшли до висновків, що діюча модель фіскально-монетарної взаємодії є неефективною. Натомість вчені пропонують створення Європейської фіскальної ради. Про доцільність повного або часткового об'єднання фіскальних органів країн-учасників у своїх працях також наголошували й інші дослідники (Ван Ерл, Плазманс, Енгверд). Діксіт та Ламбертіні не розглядали необхідність інституційних інновацій, а наголошували на узгодженість цілей ЄЦБ з фіскальними органами країн як передумови ефективною фіскально-монетарної взаємодії [3]. Принципово інших підхід в налагодженні фіскально-монетарної взаємодії пропонує Штаудінгер. Автор підкреслює, що характер та особливості координації між політиками визначаються набором макропоказників, які, враховуючи національні соціально-економічні умови, кожна держава-член виділяє як важливі індикатори розвитку [10]. У випадку ЄС, коли фіскальні органи країн Союзу фактично не можуть проводити свою політику без врахування інтересів ЄЦБ, найбільш доцільним варіантом налагодження взаємодії є незалежність та домінування Банку з фіскальними органами – послідовниками. Водночас монетарний вплив на фіскальні показники є необхідною умовою [2, с. 348].

Російська Федерація. Банк Росії (далі – БР) був створений на базі Державного банку СРСР. Закон «Про центральний банк Російської Федерації» встановлює незалежне функціонування БР від федеральних, регіональних та місцевих органів влади. Однак, БР підзвітний Державній Думі Російської Федерації, а розробка та реалізація монетарної політики проводиться у

співпраці з федеральним урядом. Основна функція БР полягає у забезпеченні стабільності російського рубля. Зазначимо, російська модель фіскально-монетарної взаємодії поєднує в собі риси як фіскального домінування, так й взаємодії по моделі Курно (повної неузгодженості та нескоординованості в діях). Фіскальне домінування часто значно обмежувало можливості монетарної влади в досягненні подвійної мети: регулювання та контроль інфляційної динаміки та стабільності курсу рубля. Так, стійкі бюджетні дефіцити та відмова від введення бюджетних обмежень формували в економіці інфляційні та курсові ризики, і в підсумку чинили тиск на дії центрального банку. Наприклад, проблему бюджетної розбалансованості 1993 р. уряд вирішував шляхом кредитів БР. У результаті необхідність у більших обсягах кредитування в наступному 1994 році стала причиною валютної кризи.

Вже початок 2000-их рр. є очевидним прикладом тотальної неузгодженості та відсутності координації в діях державних органів. Так, коли центральний банк проводив заходи щодо зниження інфляції та зміцнення рубля, уряд починає масштабне фінансування деяких реформ, використовуючи нафтові доходи. Активне використання урядом нафтових доходів вплинуло на ріст грошової бази, що в підсумку спровокувало інфляційний сплеск. БР відреагував незначним зміцнення курсу російського рубля. Однак проведення експансивної фіскальної політики продовжилось до 2007–2008 рр., підсилюючи тиск сукупного попиту на інфляційну динаміку та курсову стабільність рубля.

На фінансово-економічну кризу БР відреагував значними вливаннями ліквідності за низькими відсотковими ставками та використовував золотовалютні резерви. У 2009 р. монетарна влада проводить рестрикційні заходи через процентну політику й девальвацію грошової одиниці. У посткризовий період рестрикційний характер властивий для обох політик. Так, фіскальна політика здійснює скорочення бюджетних видатків до 2013 р., в той час як БР проводить заходи щодо стерилізації надлишкової ліквідності в обігу.

Незважаючи на глобалізаційні процеси, в країнах, що розвиваються, слаборозвинені фінансові ринки, низький рівень доходу на душу населення та ряд інших факторів суттєво обмежують можливості налагодження ефективної фіскально-монетарної взаємодії.

Центральні банки в країнах, що розвиваються, стикаються з рядом проблем та обмежень інституційного та операційного характеру. В інституційному контексті це стосується відсутності незалежності центрального банку та його підпорядкування уряду. У країнах, де центральні банки незалежні де-юре, фактично в операційній діяльності є залежними, що часто спостерігається в країнах з прив'язкою до валютного курсу. Так, Мервін Гудфрінд стверджував, що утримання обмінного курсу на певному рівні, або в межах визначеного діапазону суттєво обмежує гнучкість монетарної політики в частині використання монетарних інструментів [8]. Таким чином, центральні банки повинні підтримувати баланс між незалежністю та надійністю особливо в періоди економічних потрясінь.

Наприклад, встановлене фіскальне домінування значно обмежує можливості монетарної політики щодо забезпечення цінової стабільності у Бразилії. Також

для бразильської економіки переважна частина державного боргу номінована в іноземній валюті. Відповідно зростання процентних ставок одразу підвищує ймовірність дефолту, й, в свою чергу, зумовлює девальвацію національної грошової одиниці та інфляційний сплеск. Крім цього, частина повноважень центрального банку дублюється з функціями Федерального управління державного боргу та Міністерства фінансів, що часто провокує протиріччя між органами. Однак, протягом фінансово-економічної кризи 2008-2009 рр. скоординовані дії центрального банку та уряду виявились максимально ефективними щодо швидшого відновлення економічної активності.

У країнах, що розвиваються, в режимі фіскального домінування джерелом перешкод для центральних банків, і в результаті – для налагодження фіскально-монетарної взаємодії, може стати і сама фіскальна політика, особливо в разі її розбалансованості. Адже, надання державних запозичень в умовах високого рівня бюджетного дефіциту і значного обсягу державного боргу, суперечить монетарної цілі щодо забезпечення цінової стабільності. Наприклад, у Південно-Африканській Республіці основними аспектами фіскально-монетарної взаємодії є ринок державних облігацій та інфляційне таргетування, суть якого полягала у досягненні абсолютно незалежною в діях монетарною владою цільового показника темпу інфляції, попередньо встановленого через консультації з урядом. Від узгодженого проведення фіскальної та монетарної політик досягнений ефект був максимальний: ВВП зростав, а волатильність цін знижувалась. Зауважимо, у Південній Африці прийнятий відповідний меморандум фіскально-монетарної взаємодії, що чітко та детально визначає всі умови узгоджених дій.

У той час, коли фіскальна політика повинна забезпечувати довгострокову стабілізацію (і бути обмежена певними фіскальними правилами), монетарна політика має зосереджувати свою увагу на ціновій стабільності. Так, Стефан Січетті зазначав, що ключова роль фіскальної політики полягає у створенні міцної основи для довгострокового зростання, а стабілізаційна політика має бути в компетенції центрального банку [9]. Зокрема, в Китаї, порівняно з іншими країнами, що розвиваються, узгодженість та координація між фіскальною та монетарною політиками досягли найвищого рівня, але в умовах фіскального домінування. На сучасному етапі фіскальна політика продовжує відігравати провідну роль в стимулюванні та стабілізації національної економіки. Водночас грошово-кредитна політика повинна вчасно та ефективно реагувати на циклічні коливання і підтримувати фінансову стабільність.

Проводячи ретроспективний аналіз досліджених аспектів даної проблематики та діючих в зарубіжній практиці підходів щодо ефективного фіскально-монетарного дизайну можна виділити два великих періоди, рубежем яких стала фінансово-економічна криза 2008-2009 рр. Фінансово-економічна криза дала поштовх для переосмислення методологічних основ проведення державної фінансової політики. Так, в докризовий період переважна більшість результатів досліджень, що потім впроваджувались на практиці, зводились до форми фіскально-монетарної взаємодії з лідерством саме фіскальної політики. Уже на основі даних висновків досліджувалось питання про доцільність незалежності центрального банку [6, с. 8–43].

А вже у посткризовий період з метою фінансової стабілізації межа між фінансовою та монетарною політикою зникла майже повністю. Оскільки, центральні банки та уряди проводили нетрадиційні для них заходи: банки розширювали свої баланси через купівлю довгострокових цінних паперів та кредитних зобов'язань; в свою чергу, уряди забезпечували фінансові вливання та націоналізували ряд фінансових установ. Дані обставини актуалізували необхідність фінансово-монетарної взаємодії в новому форматі. Зокрема це стосується розробки механізму постійного регулювання економічної кон'юнктури та попередження появи наступних криз, що формує нову складову фінансової політики – мікро- та макропруденційну політику.

Дане питання вже сформувало окремий напрям в дослідженнях зарубіжних науковців. Варто відмітити, на сучасному етапі в контексті здійснення макропруденційних функцій максимізується роль та значимість центрального банку, як основного регулятора фінансової системи. У ряді країн спостерігаються тенденції щодо розширення його повноважень у проведенні фінансової політики. Яскравим підтвердженням є думка Б. Бернанке про те, що «досягнення фінансової стабілізації та економічного відновлення унеможлиблюється без ключової ролі грошово-кредитної політики».

У кожній країні інституційне забезпечення макропруденційної політики має свої особливості. Зокрема, у деяких випадках воно може включати перерозподіл функціональних повноважень між фінансовими та монетарними органами, або створення нових спеціалізованих органів, або через посилення співробітництва в рамках існуючої інституційної структури. Так, розширення діапазону цільових векторів й відповідно повноважень центрального банку відбувається в Ірландії, Бельгії, Чеській республіці, Австралії, Новій Зеландії. Натомість Великобританія, США, Туреччина, Чилі, Мексика та країни Азії підтримують позицію створення спеціалізованих комітетів.

Висновки та перспективи подальших розвідок у даному напрямі. Таким чином, вивчення світового досвіду показує, що форма та характер взаємодії фінансової та монетарної політики визначається специфікою соціально-економічних умов в кожній країні. Відповідно не можна стверджувати про наявність єдиної максимально оптимальної моделі фінансово-монетарної взаємодії, впровадження якої в будь-якій країні досягало найвищого рівня ефективності.

Незалежно від існуючої форми взаємодії між фінансовою та монетарною політиками, характеру розподілу повноважень між відповідними органами, цільові вектори мають бути чітко визначені. Дані цілі можуть бути спільними, але досягнення кожної повинно входити в компетенцію лише однієї політики. В контексті цільової визначеності не менш важливим є правильний розподіл цілей між фінансовою та монетарною політикою. Так, світовий досвід показує, що найвища ефективність підтримки цінової стабільності досягається саме монетарними заходами.

Ключову роль в налагодженні фінансово-монетарної взаємодії у світовому вимірі відіграла фінансово-економічна криза. Адже, актуалізувала узгоджене проведення фінансових та монетарних заходів як необхідну передумову

ефективної мінімізації деструктивних наслідків та фінансової стабілізації. Відповідно у більшості країн процес взаємодії між складовими фінансової політики вдосконалювався, й інколи набував іншої форми. Незалежно від особливостей інституційної архітектоники будь-якої країни, переглядається розподіл обов'язків між регулюючими органами з можливим створенням спеціально уповноважених. Але немає жодних підстав стверджувати доцільність конкретно визначеної моделі інституційного забезпечення фінансової стабілізації. Враховуючи, що більшість країн з цією метою розширили повноваження центрального банку, але водночас не виключається можливість досягнення більшої ефективності від створення колегіального органу за участі центрального банку, уряду та інших регулюючих органів.

Список використаних джерел

1. Кругман П. Выход из кризиса есть! / Пол Кругман ; пер. с англ. Ю. Гольдберга. – М. : Азбука Бизнес, Азбука-Аттикус, 2013. – 320 с.
2. Пекарский С.Э. Модель макроэкономической политики в экспортоориентированной экономике / С.Э. Пекарский, М.А. Атаманчук, С.А. Мерзляков // Экономический журнал ВШЭ. – 2008. – № 3. – С. 337–364.
3. Dixit A. Symbiosis of Monetary and Fiscal Policies in a Monetary Union / A. Dixit, L. Lambertini // Journal of International Economics. – 2003. – № 60. – P. 235–247.
4. Erlend W. Nier Institutional models for macroprudential policy / Erlend W. Nier, Jacek Osicski, Luis I. Jecome, Pamela Madrid // SDN/11/18, November 1, 2011 p. 26 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2011/sdn1118.pdf>
5. Financial sector assessment program update Czech Republic. Macroprudential policy framework Technical note // IMF Country Report # 12 / 75 p. 23 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2012/cr12175.pdf>
6. Fiscal-Monetary Coordination: Theory and International Experiences [P. 8–43] / Reserve Bank of India [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.rbi.org.in/scripts/PublicationsView.aspx?id=14938>
7. Kirsanova T. Five-Equation Macroeconomics: A Simple View of the Interactions between Fiscal Policy and Monetary Policy / T. Kirsanova, S.J. Stehn, D. Vines. Discussion Paper Series. 2006. – Pp.54–64.
8. Marvin Goodfriend Inflation Targeting in the United States? // NBER Chapters, in: The Inflation-Targeting Debate, 2004. –pages 311–352
9. Stephen G. Cecchetti The New Economy and the Challenges for Macroeconomic Policy / Stephen G. Cecchetti // NBER Working Papers 8935, 2002
10. Staudinger S. Monetary and Fiscal Policy Interaction in the EMU. Unpublished Paper. 2003.