

# 1. МАКРОЕКОНОМІЧНІ ПРОЦЕСИ В УКРАЇНІ

УДК 336.748.12(477)

Бойко В. С.

## ІНФЛЯЦІЙНА ДИНАМІКА В УКРАЇНІ 1992—2013 РР.: ЗАГАЛЬНІ ОЦІНКИ

**Анотація.** Охарактеризовано загальні особливості інфляційного процесу в 1990-х роках та специфіку гальмування інфляції в наступні роки. За допомогою тесту Гренджера проаналізовано залежність інфляції від декількох важливих чинників: пропозиції грошової маси, процентної ставки, обмінного курсу, доларизації економіки, сальдо бюджету та умов торгівлі.

**Ключові слова:** інфляція, чинники інфляції, тест Гренджера

Boyko V.

## INFLATIONARY DYNAMICS IN UKRAINE OVER THE 1992—2013 PERIOD: GENERAL ASSESSMENT

**Summary.** General features of the 1990s inflationary developments and subsequent disinflationary policies are analyzed. Several inflationary determinants, as the money supply, interest rate, exchange rate, dollarization, the budget balance and the terms-of-trade are explored with the Granger test.

**Keywords:** inflation, determinants of inflation, the Granger test

### 1. Вступ

Починаючи з перших років незалежності, в Україні інфляція залишається актуальною проблемою для визначення пріоритетів макроекономічної політики загалом та державного регулювання зокрема [10, с. 28]<sup>1</sup>. Якщо в 1992—1995 рр. найбільші виклики створювало подолання гіперінфляції (рис. 1а), то в наступні роки — нестабільність цінової діаміки (рис. 1б). У 1998 р. вітчизняна інфляція знизилася нижче 10%, але згодом цей показник зріс

до 30% річних. Надалі в 2002 р. досить несподівано отримано дефляцію, що створило певні побоювання щодо можливого негативного впливу на економічне зростання [19], але вже за підсумком 2004 р. інфляція становила 11,4%, що зумовило запровадження назрілих антиінфляційних заходів з початку наступного 2005 р. Чергове прискорення інфляції спостерігається у 2007—2008 рр. У розпал світової фінансової кризи (2009 р.) та післякризових 2010—2011 рр. інфляція знову знижувалася, а за

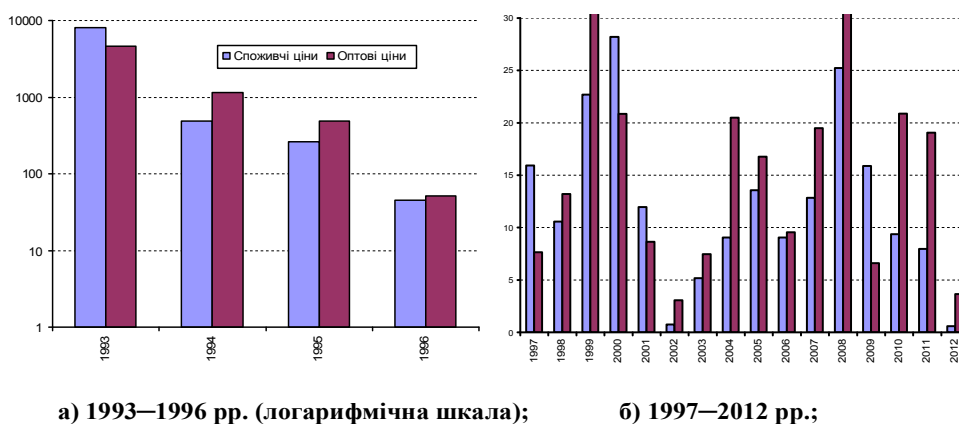


Рис. 1. Україна: інфляція споживчих та оптових цін (%), 1993—2013 рр.

Джерело: IMF International Financial Statistics

<sup>1</sup> За “Словником сучасної економіки Макміллана”, “інфляція — це стійке зростання загального рівня цін за одиницю часу” [42, с. 205].

підсумком 2012 р. навіть отримано дефляцію — вдруге за десятиліття.

Оскільки чергове зниження інфляції виглядає досить суперечливо<sup>2</sup>, виникають підстави для серйозного аналізу інфляційної динаміки, що повинно дати відповіді, принаймні, на два запитання: 1) чому так довго тривало гальмування інфляції в 1990-х роках? і 2) якими є чинники виразної нестабільності інфляційного процесу в Україні?

У даній статті поставлено за мету систематизувати існуючі характеристики інфляційного процесу в Україні і таким чином забезпечити підґрунтя для адекватного теоретичного та емпіричного аналізу інфляційної динаміки, а на цій основі — способів її ефективного регулювання. У підрозділі 2 розглянуто особливості інфляційних процесів 1990-х років. Далі у підрозділі 3 проаналізовано специфіку гальмування інфляції в Україні. У підрозділі 4 за результатами тесту Гренджера зроблено необхідні аналітичні узагальнення щодо ймовірних чинників нестабільності вітчизняної інфляції.

## 2. Особливості інфляційних процесів 1990-х років

На початку 1990-х років панувала думка, що висока інфляція<sup>3</sup> — це своєрідний “побічний продукт” перехідного процесу та успадкованої нежиттєздатної дефіцитної економіки [22]<sup>4</sup>. Основними чинниками зростання цін стали: невисока якість продукції; державний монополізм і відсутність конкуренції; спотворена структура виробництва; надмірна зношеність основних фондів; гіпермілітаризація<sup>5</sup>. Прискорення інфляції спостерігалось на тлі глибокого спаду виробництва. Після вимушеної, вслід за Росією (січень 1992 р.), лібералізації цін (вартість природного газу зросла в 100 разів, а нафти — у 300 разів) проводилася політика величезного бюджетного дефіциту і необмеженої грошової емісії<sup>6</sup>, що призвело до зростання цін і ускладнило інвестиційні рішення<sup>7</sup>. Своєрідним каталізатором

<sup>2</sup> Приміром, на користь гіпотези про тимчасовий характер зниження інфляції свідчить підвищений попит на іноземну валюту, високі процентні ставки, а також триваюча акумуляція державного боргу. До зниження інфляції могли спричинитися адміністративне стримування цін або транзитивні чинники на зразок підвищення світових цін на пшеницю.

<sup>3</sup> У січні 1992 р. ціни в Україні зросли на 285%, що засвідчило появу гіперінфляції. За темпами знецінення грошей звичайно виділяють три види інфляції: повзучу — до 5% на рік; помірну — 5-20% на рік; галопуючу — 20-50%; гіперінфляцію — понад 100% на рік.

<sup>4</sup> Проте виникнення інфляційної проблеми слід віднести до більш раннього періоду, оскільки інфляція в межах планово-розподільчої економічної системи існує в придушеній формі, яка і була характерна для колишнього СРСР (та в його складі України) [22, с. 94].

<sup>5</sup> У радянський час Україна, займаючи 2,6% території колишнього СРСР, виробляла 38% його озброєнь та військового спорядження.

<sup>6</sup> Приміром, у 1992 р. дефіцит бюджету становив аж 697 млрд грн., а незабезпечена грошова емісія — 1,325 трлн крб. (або 35% від ВВП) [26, с. 27—39].

<sup>7</sup> Оскільки під час гіперінфляції відносні ціни втрачають звичну функцію мірила вартості ресурсів, це істотно

інфляції виступили комерційні банки, оскільки за їхньою допомогою штучно затримувались взаєморозрахунки між постачальниками та споживачами, виникали маніпуляції з біржовим валютним курсом і короткостроковим кредитуванням у сфері торгівлі. Емісійні кредити надавалися за пільговими процентними ставками, які були значно нижчими від рівня інфляції [6, с. 4].

Як аргументовано В. Шевчуком [47, с. 171—223], прискоренню інфляції в 1992—1993 рр. безпосередньо сприяли численні обмеження експорту, що створили феномен товарного дефіциту за умов лібералізації цін. Важливий нюанс зауважено Б. Лисоволиком: оскільки прискорення інфляції супроводжувалося стрімкою демонетизацією економіки, це відвернуло увагу від структурних реформ і обмежило можливості для їх проведення [55, с. 6].

Першу спробу гальмування інфляції було здійснено восени 1994 р. за допомогою скорочення дефіциту бюджету і обмеження пропозиції грошової маси, підтриманих адміністративним регулюванням цін на значну кількість товарів та поступовою лібералізацією валютного ринку. В жовтні 1994 р. уряд відмовився від більшості квот та інших обмежень зовнішньої торгівлі і запровадив уніфікований обмінний курс карбованця.

Упродовж 1995—1997 рр. інфляцію було знижено нижче 10% від ВВП (попри триваючу лібералізацію цін), головним чином за допомогою помірковано рестрикційної фіскальної і монетарної політики, які мали на меті створення передумов для запровадження грошової одиниці — гривні. Антиінфляційний ефект мало підтримання обмінного курсу в доволі вузькому коридорі 1,8—2,25 грн/долар. Певний антиінфляційний вплив мало використання облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП) [53, с. 40—42]<sup>8</sup>. Водночас не було реалізовано попередніх намірів розміщення державних цінних паперів серед населення, з доходністю, прив’язаною до фактичних темпів інфляції, а також валютних державних облігацій.

Надалі в 1998—2000 рр. висока інфляція в Україні поновлюється, що на поверхні виглядає наслідком російської фінансової кризи (серпень 1998 р.), але насправді стало логічним підсумком відновлення дефіциту бюджету та супутнього погіршення сальдо поточного рахунку. В 1997 р. дефіцит бюджету зріс до 5,6% від ВВП проти 3,2% від ВВП в 1996 р. Як зазначає Б. Лисоволик [55, с. 6—7], самодостатність навіть порівняно невисокого дефіциту бюджету була низькою внаслідок коротких термінів погашення та високих коштів запозичень державного сектора. Додаткові труднощі створило погіршення сальдо поточного рахунку, що стало наслідком високого дефіциту бюджету та підвищення реального обмінного курсу.

ускладнює прийняття рішень споживачами та приватними інвесторами [25, с. 209].

<sup>8</sup> Перші три аукціони з продажу ОВДП відбулися у березні 1995 р. на загальну суму 1 трлн карбованців. Номінальна доходність за облігаціями становила 140% річних. Доход від облігацій не оподатковувався.

З початком російської фінансової кризи восени 1998 р. межі валютного коридора було модифіковано у бік зниження, а також вжито заходів щодо зменшення пропозиції грошової маси. Через півроку — в березні 2009 р. — валютні обмеження було скасовано. Можна погодитися, що висока інфляція 1998—1999 рр. відбивала зовнішні та структурні дисбаланси [55, с. 7—8]. В 2000 р. підвищена інфляція стала комбінованим наслідком одноразової лібералізації цін, низького урожаю 1999—2000 рр. і валютних інтервенцій НБУ на тлі заниженого обмінного курсу. Наступного року стерилізація монетарних ефектів платіжного балансу зросла незначно, але до стрімкого зниження інфляції сприяли високі урожаї, підвищений попит на гроші та затримки з підвищенням адміністративних цін. Зниженню цін могло сприяти падіння попиту на деякі види української продукції, що збільшило товарну пропозицію на внутрішньому ринку, і зростаюча нерівність у розподілі доходів населення [32, с. 52—53]<sup>9</sup>.

### 3. Специфіка гальмування інфляції в Україні

Сповільнення інфляції в 2001—2002 рр. створило сприятливі передумови для відновлення економічного зростання. Зокрема, виникло більш прогнозоване середовище для виробничої діяльності [36, с. 59]. Водночас феномен високої реальної процентної ставки став одним з важливих аргументів у суперечці прихильників та опонентів антиінфляційної політики. На думку Б. Лисоволика, в 2001—2002 рр. не відбулося зниження очікуваної інфляції внаслідок тимчасовості продовольчої дефляції та очікуваного близького підвищення цін на нафтопродукти [55, с. 28—29].

Ще одним чинником міг стати очевидний політичний опір антиінфляційній політиці. Попри значне збільшення грошової маси в 2001—2002 рр. (середньорічний темп зростання грошового агрегата M2 перевищував 40%), в обігу з'явилася гіпотеза про вагомні переваги так званої “поміркованої” інфляції, що пропагувалася в контексті експансійного збільшення пропозиції грошової маси [16; 13, с. 9—18; 30, с. 22—26; 46, с. 159—169]<sup>10</sup>. А. Скрипник і Г. Варваренко [41, с. 44] припускають, що саме дефляція спричинила погіршення сальдо бюджету в 2002 р. (це створювало додатковий аргумент на користь експансійної монетарної політики).

З початку 2003 р. уряд та нове керівництво НБУ розпочали “боротьбу з дефляцією” за допомогою збільшення пропозиції грошової маси, що відразу ж спричинило зростання споживчих цін до 8,2% річних. Інфляційні наслідки експансійної мо-

нетарної політики вперто заперечувалися<sup>11</sup>. У першій половині 2004 р. інфляція споживчих цін залишалася порівняно невисокою, що можна пояснити “приховуванням” зростаючих видатків бюджету (це нейтралізувало інфляційні очікування) і подорожчанням нерухомості, яка “зв'язувала” зайву грошову масу, але з осені оптові та споживчі ціни прискорили зростання [48, с. 97]. Інфляційний імпульс підсилили очікування девальвації гривні (цьому сприяло раптове “зникнення” долара в обмінних пунктах). Також передвиборче вересневе (2004 р.) підвищення соціальних виплат не мало б такого деструктивного резонансу, якби відбувалося на тлі профіциту бюджету, а не прогресуючого погіршення цього показника.

Як оцінили В. Козюк і Т. Адамась [17, с. 100], з 2003 р. українська інфляція демонструє тенденцію до зростання, а її незначні зниження в окремі роки не впливають на загальну картину неспроможності вплинути на її динаміку без істотних змін в характері макроекономічної політики. У 2004 р. інфляція сягнула 12,3% річних, що вимагало переходу до антиінфляційної політики<sup>12</sup>. Саме це було зроблено з початку 2005 р. новим керівництвом НБУ і уряду. Хоча поліпшення сальдо бюджету та обмеження пропозиції грошової маси могло мати короточасний депресивний вплив, їхній внесок у циклічне гальмування виробництва в 2005 р. не варто перебільшувати<sup>13</sup>. В наступні роки потенційними інфляційними чинниками стало підвищення цін на російський природний газ та приплив іноземного капіталу [43, с. 2]<sup>14</sup>.

На тлі циклічного сповільнення економіки вища інфляція не вважалася проблемою з погляду підвищеного попиту на інвестиційні товари та “з врахуванням реального стану економіки” [38, с. 23—24]. Водночас в 2005—2006 рр. неабиякого

<sup>9</sup> Оскільки купівельна спроможність більшості населення є низькою, а меншість, що має великі доходи, як правило, використовує їх не на споживчому ринку, а для купівлі нерухомості, предметів розкошу, заощаджень тощо, виникають дефляційні тенденції.

<sup>10</sup> Особливості пропаганди переваг поміркованої інфляції вітчизняними вченими в контексті традиційних структуралістських аргументів проаналізовано В. Шевчуком [48, с. 223—235].

<sup>11</sup> Приміром, навесні 2004 р. тодішній заступник голови правління НБУ С. Яременко твердив, що звична кореляція інфляції з грошовою масою закінчилася ще у 2000 р. [40, с. 55].

<sup>12</sup> В. Шевчук стверджує, що на початку 2005 р. значне зменшення пропозиції грошової маси і контрастне поліпшення сальдо бюджету (з одночасним збільшенням як видатків, так і надходжень) були єдиною можливим способом запобігти глибокій фінансовій кризі на кшталт мексиканської (1994—1995 рр.) чи аргентинської (2001—2002 рр.) [48, с. 99].

<sup>13</sup> Зменшення темпів зростання ВВП у 2005 р. пов'язано передусім із погіршенням економічної кон'юнктури на світових ринках та зменшенням українського експорту.

<sup>14</sup> Згідно підписаного в перші дні січня 2006 р. договору ціна російського газу, що постачався в Україну, зросла майже вдвічі, що стало причиною підвищення цін на енергоресурси і житлово-комунальні послуги в 2,5—3,5 рази [22, с. 256]. Згідно розрахунків НБУ, підвищення ціни на природний газ майже вдвічі мало позначитися втрагою 1,5—2% ВВП та прискоренням інфляції на 2—2,5% [51]. Порівняно невисока інфляційна “віддача” від подорожчання природного газу пояснювалася переважним впливом цього чинника на експортні галузі, а також передбачуваністю цієї події, що призвело до випереджувального підвищення цін в очікуванні вищої ціни на енергоносії.

поширення набула критика більшої соціальної спрямованості урядових видатків (попри досягнуте поліпшення сальдо бюджету) як домінуючого інфляційного чинника [35, с. 86]. Зростання цін та дестабілізація економіки розглядалися наслідком економічної моделі “збільшення попиту без пропозиції”, а першочерговою причиною інфляції називалися “амбіційні за масштабністю соціальні програми” [8, с. 20, 24]. В окремих випадках збільшення споживчих витрат називалося інфляційним, а інвестицій — антиінфляційним чинником [20, с. 9–32].

Подібну аргументацію активно підтримували експерти НБУ. Посилання на нібито “немонетарний” характер української інфляції стало домінуючим в коментарях керівництва НБУ ще з осені 2005 р. [44; 45, с. 3–7; 23, с. 2–12]<sup>15</sup>. Відповідну аналітичну гіпотезу зазвичай обґрунтовували заниженим рівнем монетизації [2, с. 250–251; 27, с. 29–32; 28, с. 19–25; 54]<sup>16</sup>.

У 2007 р. темпи зростання споживчих цін були найвищими з 2000 р., що викликало побоювання щодо впливу на реальний сектор<sup>17</sup>. Цінову динаміку підсилювала інерційність вітчизняної інфляції, а також переміщення капіталу зі сфери виробництва в сферу обігу, що збільшило амплітуду дефіциту заощаджень, зменшення обсягів кредитів, виробничих інвестицій і товарної пропозиції [1, с. 36]. Вкрай негативним чинником стало стрімке зростання обсягів кредитування — до 74,7% у річному вимірі в квітні 2008 р. [6, с. 6].

Заходи НБУ, які були спрямовані на регулювання грошової пропозиції виявилися недієздатними в умовах відкритості фінансових ринків, а монетарні антиінфляційні заходи лише збільшували потребу в зовнішніх запозиченнях [29, с. 18]. Наприкінці 2008 р. експерти Німецької консультативної групи зазначали наявність своєрідного консенсусу між аналітиками і урядовцями у низці питань: а) небезпечність макроекономічних та соціальних ризиків високої інфляції, б) різноманітність причин української інфляції (монетарна і фіскальна політи-

<sup>15</sup> Приміром, В. Литвицький сімома нотами своєрідної цінової “музики” 2007 р. називав: 1) зародження інфляційного тренду наприкінці II кварталу 2007 р., 2) вплив світової агфляції, 3) посилений вплив енергетичної інфляції, 4) приплив позичкового капіталу, 5) високе зростання ВВП, 6) “перегрів” попиту і споживчого кредитування, 7) надмірні інфляційні очікування [23, с. 2–12]. Подорожчання чинників виробництва називалося елементом потенціалу підвищення споживчих цін внаслідок зростання оптових цін — без визначального впливу грошової емісії.

<sup>16</sup> У 2006 р. співвідношення “грошовий агрегат М2/ВВП” зросло до 49%, що цілком відповідало значенням Польщі чи Угорщини [50, с. 76–84]. Досягнуте значення монетизації називалося близьким до оптимуму для країн з перехідною економікою [7].

<sup>17</sup> Ніколи з часу запровадження гривні, інфляція, що вимірюється двозначною цифрою, не тривала аж чотири роки [37, с. 8]. Колишній голова Ради НБУ А. Гальчинський навіть стверджував, що “економіка України [втягувалася] в інфляційну спіраль, яка не лише загрожуватиме інвестиційному зростанню, а й відчутно девальвуватиме здійснювані владою заходи соціальної політики” [7].

ка, обмінний курс, політика доходів, коливання світових цін на сировину), в) доцільність швидких та рішучих антиінфляційних заходів задля уникнення так званих вторинних ефектів у реальному секторі, пов’язаних з підвищенням заробітної плати.

Окремі експерти не заперечували доцільності переходу до жорсткої монетарної політики на зламі 2007–2008 рр., але в контексті щільнішої взаємодії з урядом [35, с. 88]. Раніше представники НБУ неодноразово заперечували конструктивність “жорсткого придушення інфляції монетарними методами”, а натомість наголошували важливість скорочення дефіциту бюджету [39].

На початку 2008 р. — на піку емісійної активності НБУ та за відсутності дефіциту бюджету — вже згаданий В. Лисицький наголошував потребу в численних інфляційних “антидотах” Кабміну: поліпшення сальдо бюджету, збільшення емісії ОВДП, дострокове погашення боргу перед НБУ, мораторій на зовнішні запозичення, товарні інтервенції, збільшення імпорту продовольчих товарів, мораторій на будь-які підвищення тарифів (крім цін на природний газ) [23, с. 2–12]. Водночас “бактерицидні постріли” від НБУ пропонувалися в набагато лагіднішому варіанті: збільшення амплітуди коливань обмінного курсу до  $\pm 1,5\%$ , підтримання додатної облікової ставки в реальному вимірі, підвищення доходності депозитних сертифікатів і ставок резервних вимог, посилення стандартів капіталізації комерційних банків. Скоординовані дії уряду і НБУ вбачалися в утриманні від участі в публічній дискусії щодо антиінфляційної політики, протидії формуванню очікувань підвищеної інфляції з боку ЗМІ і окремих посадових осіб, лібералізації валютного законодавства, створенні робочої групи для підготовки програми переходу до таргетування інфляції.

Для Г. Карпенка і В. Башка [15, с. 29] дискусія навколо причин різкого сплеску інфляції в 2006–2007 рр. виглядає “намірами уряду та НБУ перекласти відповідальність за це один на одного”, однак потрібно зазначити, що в 2005–2007 рр. підтримувався профіцит бюджету. Очевидно, врахування цього факту примусило окремих аналітиків обмежити інфляційні ефекти дефіциту бюджету “соціалізацією” урядових видатків [20, с. 9–32].

З не меншою настійливістю піддавалася сумніву доцільність ревальвації гривні як дієвого антиінфляційного засобу [8, с. 9–31; 9, с. 15–16; 52, с. 127–146]. Водночас В. Козюк і Т. Адамась [17, с. 146] стверджують, що в 2000–2008 рр. помірна ревальвація гривні була бажаною, адже стабілізація обмінного курсу на заниженому рівні провокувала “перегрів” економіки та консервацію традиційної сировинної орієнтації економіки. Хоча восени 2008 р. стала виправданою девальвація гривні на 15–25%, вдвічі вища амплітуда знецінення грошової одиниці лише погіршила стан фінансового сектора та створила колапс приватного споживання.

Період кризових 2008–2010 рр. позначився високими інфляційними очікуваннями економічних суб’єктів після глибокої девальвації гривні, але поступово далися взнаки заходи щодо зменшення пропозиції грошової маси. У 2010 р. в Україні в

перше спостерігалось одночасне зростання ВВП та зниження інфляції (проти попереднього року), хоча до кінця року з'явилися ознаки U-подібної цінової динаміки. Спочатку це пов'язувалося з коливаннями циклу ділової активності та ціновими тенденціями на світових ринках [13, с. 23–24], однак надалі в інтерпретації експертів НІСД уповільнення темпу інфляції відбулося завдяки здешевленню продовольчих товарів, стримуванню адміністративно-регульованих цін і тарифів, зміцненню номінального ефективного обмінного курсу, сповільненню видатків на соціальні цілі, стагнації споживчого кредитування, підвищенню схильності населення до заощаджень та придбання іноземної валюти, поліпшенню макроекономічної ситуації і стабілізації політичної ситуації [12, с. 9–10].

Інфляція в 2011 р. знизилася до 4,6%, а в 2012 р. зафіксовано дефляцію, попри подорожчання російського природного газу. Існує певний консенсус у тому, що до гальмування інфляції спричинилися: стиснення грошової маси, стабільність обмінного курсу, високий урожай та адміністративне стримування цін [34, с. 20–21; 31; 33, с. 9]. 3-поміж інших пояснень називаються: зменшення зовнішнього попиту, триваюче збільшення заощаджень населення [31], високе безробіття, сповільнення цінової динаміки на світових товарних ринках [34, с. 20–21], політична стабільність та пов'язане з цим зниження інфляційних очікувань [18, с. 3], підвищення доходності гривневих депозитів, зменшення обсягів кредитування [24, с. 3–10]. Одним з чинників зниження інфляції міг бути значний “переліт” рівня цін у докризовий період в 2007–2008 рр. та його наступна корекція після обмеження пропозиції грошової маси [49, с. 7–16], хоча можна припустити цілком протилежну залежність між поточною інфляцією та її ретроспективними значеннями<sup>18</sup>.

Як зауважено в одній з наших останніх праць [5, с. 383–391], окремі з пояснень доволі суперечливі. Приміром, важко погодити припущення щодо грошової стабільності і зниження інфляційних очікувань із підвищенням попиту на іноземну валюту. Водночас зауважений прямий зв'язок між пропозицією грошової маси та інфляцією може реалізовуватися через цикл ділової активності. Також не виглядає прямолі-

На наш погляд, головним чинником досягнутої дефляції може бути зацікавленість владної команди у забезпеченні підйому для стабільності гривні, передусім за допомогою зменшення надлишкової пропозиції грошової маси (або грошового “навісу”) та адміністративного регулювання цін [4, с. 47–57]. Припускалося, що існуюча ситуація може мати короточасний стимулюючий вплив, але на віддаленішу перспективу, ймовірно, позначиться численними негативними наслідками від підвищення вартості кредитних ресурсів – зменшення інвестицій, девальвація грошової одиниці, деформації у банківській системі, погіршення фінансового стану підприємств-боржників, що призведе до післявиборчої стагнації української економіки (цілком у дусі політичного циклу) та консервації існуючих структурних деформацій.

Позитивні наслідки низької інфляції (активізація інвестиційного клімату, цінова конкурентоспроможність експортерів, зростання реальних доходів населення) супроводжувалися наростанням негативного потенціалу підвищених інфляційних очікувань [31]. Частково це пояснюється підвищенням реальних процентних ставок, а додатковими чинниками можливої активізації інфляційної динаміки називалися: а) підвищення цін на аграрну продукцію, б) подорожчання нафти на світових ринках, г) імпорт інфляції внаслідок значної імпортозалежності вітчизняного виробництва, збільшення видатків на соціальні програми, девальваційні очікування. Не бракує припущень, що дефляція шкодить українській економіці більшою мірою, ніж інфляція.

#### 4. Чинники нестабільності (попередні оцінки)

Нестабільність вітчизняної інфляції вважається однією з її виразних характеристик у минулому [11; 56, р. 47], яка дещо послабла останнім часом, але далі залишається вагомою (табл. 1). Стандартне відхилення для квартальних даних інфляції споживчих цін залишається високим навіть для періоду нижчої цінової динаміки 2005–2012 рр. Вартує уваги, що за останні роки інфляція оптових цін не знизилася. Її стандартне відхилення залишається стабільним в часі, але теж занадто високим, що

Таблиця 1  
Статистичні характеристики української інфляції, 1997–2012 рр.

Роки	CPI	Стандартне відхилення	PPI	Стандартне відхилення
	Середнє значення		Середнє значення	
1997–2012	12,5	8,2	15,4	10,5
1997–2004	13,1	9,3	14,2	10,6
2005–2012	10,9	6,7	16,5	10,5

нітим зв'язок між вищими цінами на сировинні товари, адже це може мати стимулюючий вплив на обсяги виробництва аграрної продукції і таким чином сприяти зниженню споживчих цін.

лише підсилює висновок про нестабільність вітчизняної інфляції.

3-поміж потенційних чинників нестабільності вітчизняної інфляції на увагу заслуговують перед

<sup>18</sup> Подібний висновок зроблено Л. Красавиною для сусідньої Росії, де інфляція знизилася до 8,8% в 2009–2010 рр., але акумульований потенціал докризового періоду залишається значним [21, с. 19–28].

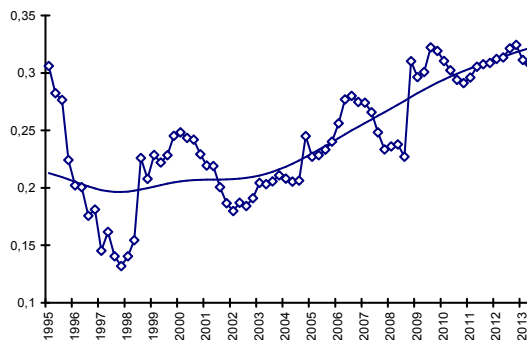
усім такі: 1) пропозиція грошової маси, 2) фінансова політика, 3) обмінний курс, 4) доларизація економіки, 5) умови торгівлі.

ставки (за кредитами) від інфляції. Водночас слабкі ознаки впливу вартості кредитних ресурсів на інфляцію з'являються з лагом у чотири квартали.

Таблиця 2

**Тест Гренджера на взаємну причинність показників інфляції та пропозиції грошової маси, процентної ставки і номінального обмінного курсу**

Гіпотеза	Лаги			
	1	2	3	4
Інфляція не впливає на пропозицію грошової маси	0,895 (0,34)	0,818 (0,44)	1,577 (0,20)	1,149 (0,34)
Пропозиція грошової маси не впливає на інфляцію	1,316 (0,25)	1,201 (0,30)	0,866 (0,46)	0,744 (0,56)
Інфляція не впливає на динаміку пропозиції грошової маси	0,041 (0,83)	0,232 (0,79)	0,702 (0,55)	0,556 (0,69)
Динаміка пропозиції грошової маси не впливає на інфляцію	3,677 (0,06 <sup>***</sup> )	0,776 (0,46)	0,702 (0,55)	0,599 (0,66)
Інфляція не впливає на процентну ставку	0,588 (0,44)	0,493 (0,61)	0,711 (0,54)	0,515 (0,72)
Процентна ставка не впливає на інфляцію	2,201 (0,14)	1,413 (0,25)	1,180 (0,32)	2,139 (0,08 <sup>***</sup> )
Інфляція не впливає на обмінний курс	1,404 (0,24)	4,680 (0,01 <sup>**</sup> )	6,823 (0,0 <sup>*</sup> )	6,019 (0,0 <sup>*</sup> )
Обмінний курс не впливає на інфляцію	4,029 (0,03 <sup>**</sup> )	2,028 (0,14)	2,068 (0,11)	2,333 (0,06 <sup>***</sup> )



**Рис. 2. Україна: доларизація депозитів банківської системи, 1996–2013 рр.**

*Примітка:* визначено співвідношенням “валютні депозити/грошовий агрегат M2”

*Джерело:* розраховано за даними НБУ

Отримані результати не виявляють залежності між інфляцією (%) та пропозицією грошової маси (у рівнях), що відповідає припущенням багатьох вітчизняних прихильників “монетарної” інфляції, однак використання динамічного показника грошової маси (у перших різницях) дозволяє відкинути гіпотезу про відсутність впливу на інфляцію. Незалежно від вибору функціональної форми показника пропозиції грошової маси — у рівнях чи перших різницях, не виявлено реакції на інфляційні процеси. Це може означати, що в разі прискорення інфляції більше уваги надається “підтримці” реального сектора та банківської системи, ніж гальмуванню споживчих цін. Подібно немає ознак залежності процентної

Виразно простежується взаємна залежність між інфляцією та обмінним курсом. Все виглядає на те, що спочатку відбувається “передача” інфляційного імпульсу від обмінного курсу, а за лагом у квартал інфляція здійснює зворотний вплив на обмінний курс. З лагом у два і три квартали гіпотезу про відсутність впливу обмінного курсу на інфляцію не можна відкинути, але це можна зробити з лагом у чотири квартали. Таким чином причинність “обмінний курс ⇒ інфляція” знову з’являється на статистично значущому рівні (10%). Можна припустити, що зміни обмінного курсу та інфляції взаємно підсилюються упродовж доволі тривалого періоду часу.

Одним з вагомих монетарних чинників нестабільності вітчизняної інфляції може бути доларизація економіки (рис. 2), що не знижується в міру досягнення грошової стабільності та гальмування інфляції. Частка валютних депозитів відчутно знизилася в 1995—1998 рр., що природно пояснити гальмуванням інфляції та запровадженням гривні. Відповідно зростання доларизації в 1998—2000 рр. могло бути наслідком девальвації гривні (це збільшує вартість валютних депозитів та провокує очікування подальшого знецінення грошової одиниці) та відновленням високої інфляції. Також цілком передбачувано доларизація знизилася в 2001—2002 рр. Подібне трапилося ще двічі — в 2006—2007 рр. та 2010—2011 рр., але на тлі значного підвищення доларизації у попередні періоди. Наприкінці 2012 р. частка валютних депозитів перевищила показник початку 1995 р., попри відсутність високої інфляції. У першій половині 2013 р. показник доларизації дещо знизився, але це може бути тимчасовим явищем.

ся, що створило виразні аналогії з країнами Латинської Америки, де фінансова стабілізація та поліпшення сальдо бюджету так і не позначилися відчутним зменшенням доларизації<sup>19</sup>.

Якщо в періоди сплеску інфляції переважали міркування захисту від девальвації гривні, то під час фінансової стабілізації провідним мотивом став попит на гроші. З 2004 р. доларизація значною мірою втратила значення двох “буферів” — інфляційного та грошового, а перетворилася на порівняно самостійний чинник грошової пропозиції. Цьому сприяли: доступність валютних кредитів, приплив капіталу, збільшення приватного боргу, практика хеджування ризиків. Висока інфляція та результуюче зниження реальної процентної ставки позначилися “нав’язуванням” економіці валютних кредитів з міркувань страхування ризику знецінення активів.

З-поміж так званих “реальних” інфляційних чинників на увагу найбільше заслуговують сальдо бюджету (рис. 3) та умови торгівлі (рис. 4). Якщо

Таблиця 3

**Тест Гренджера на взаємну причинність показників доларизації, інфляції та номінального обмінного курсу**

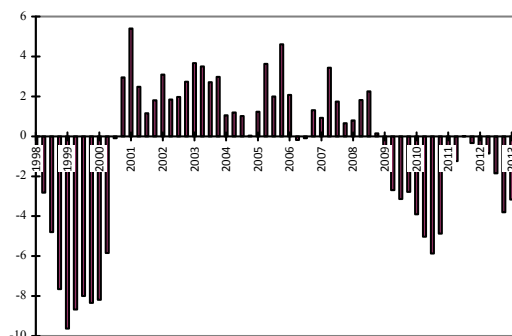
Гіпотеза	Лаги			
	1	2	3	4
Інфляція не впливає на доларизацію	0,022 (0,88)	0,409 (0,67)	1,171 (0,33)	1,003 (0,41)
Доларизація не впливає на інфляцію	0,576 (0,45)	2,693 (0,08 <sup>***</sup> )	1,859 (0,15)	1,566 (0,19)
Обмінний курс не впливає на доларизацію	0,253 (0,61)	0,578 (0,56)	0,299 (0,82)	0,277 (0,89)
Доларизація не впливає на обмінний курс	12,586 (0,0 <sup>*</sup> )	13,403 (0,0 <sup>*</sup> )	9,478 (0,0 <sup>*</sup> )	6,729 (0,0 <sup>*</sup> )

Рівноважний тренд доларизації залишався практично незмінним в 1995—2003 рр., а з того часу незмінно зростає. Така особливість української економіки з певністю має стосунок до інфляційних процесів та політики обмінного курсу. За допомогою тесту Гренджера виявлено, що доларизація впливає на передусім на обмінний курс, тоді як вплив на інфляцію набагато слабший (табл. 3). Гіпотезу про відсутність вплив доларизації на обмінний курс можна відкинути на рівні статистичної значущості 1% для всіх лагів, а про відсутність впливу на інфляцію — лише з лагом у два квартали (на рівні статистичної значущості 10%). Загалом доларизація виглядає екзогенним чинником, який не залежить від монетарних чинників.

У масштабному дослідженні різноманітних питань доларизації української економіки В. Козюк та Н. Адамась стверджують, що до середини 1990-х років одночасному прискоренню інфляції та підвищенню доларизації економіки сприяли: а) дефіцит бюджету, б) тривале емісійне фінансування дефіциту бюджету (до 1995 р. — повністю, а частково — ще до 1997 р.), в) пізні запровадження грошової одиниці [17, с. 97]. Проте в наступні роки доларизація не зменшилася, а якраз навпаки — посилила-

підвищену інфляцію 1998—1999 рр. ще можна пояснити високим дефіцитом бюджету, а її гальмування в 2000—2002 рр. — переходом до профіциту бюджету, то в наступні роки зв’язок між обома показниками не виглядає таким прямолінійним. Прискорення інфляції в 2003—2008 рр. відбувалося на тлі операційного профіциту бюджету, тоді як виразне сповільнення цінової динаміки в 2009—2013 рр. супроводжувалося погіршенням сальдо бюджету. Таким чином можна зауважити зміну характеру взаємодії обох політик — фіскальної і монетарної. Якщо в 2000—2008 рр. умовно рестрикційна фіскальна політика поєднувалася із експансійною монетарною політикою, то в 2009—2013 рр. спостерігається поєднання рестрикційної монетарної політики із

<sup>19</sup> Автори називають декілька причин стійкої доларизації української економіки: а) укорінення інфляційних очікувань, б) девальваційне заміщення внаслідок високої інфляції (очікування майбутнього знецінення грошової одиниці зумовлюють доларизацію навіть коли в окремому періоді спостерігається сталість обмінного курсу чи його ревальвація), в) використання валютних активів як буфера від надмірного скорочення грошової маси з метою підтримання на належному рівні попиту на гроші [17, с. 129—130].



**Рис. 3. Україна: сальдо бюджету (% від ВВП), 1998–2013 рр.**

*Джерело:* розраховано за даними Міністерства фінансів України

експансійною фіскальною політикою. Незмінною залишається лише система обмінного курсу — формально плаваючого, а фактично фіксованого.

Зрозуміло, що швидка акумуляція державного боргу не може не створювати власних проблем. Відповідна проблематика знаходиться поза межами даного дослідження, а тому обмежимося двома зауваженнями, що стосуються стабільності досягнутого зниження інфляції в 2011–2013 рр. По-перше, надмірний державний борг підвищує ризики його монетизації, що у доларизованій економіці неминуче позначиться підвищенням попитом на іноземну валюту та девальвацією гривні. Відповідно відбудеться досить стрімкий перехід від низької до високої інфляції. По-друге, за умов переорієнтації на зовнішні запозичення зростає вразливість до так званої “раптової зупинки” потоків капіталу, що перешкоджає рефінансуванню навіть порівняно невисокого зовнішнього боргу обох секторів — державного і приватного. Ситуацію погіршує від’ємне сальдо поточного рахунку, яке, зі свого боку, може підтримуватися дефіцитом бюджету. В такому разі додатковою причиною для “раптової зупинки” може стати раптове погіршення цінних співвідношень у зовнішній торгівлі (або умов торгівлі).

Умови торгівлі для української економіки, які визначено співвідношенням світових цін на метал (головний експортний продукт) та сиру нафту (головна позиція імпорту), виявляють тенденцію до погіршення упродовж періоду 1998–2013 рр. Водночас умови торгівлі виглядають доволі волатильними, що може бути одним із чинників нестабільності вітчизняної інфляції. Якщо прийняти інфляційним чинником поліпшення умов торгівлі<sup>20</sup>, стає

можливим пояснити прискорення цінової динаміки в 2003 р., 2006–2007 рр. та 2010 р., а також останнє в часі сповільнення інфляції в 2011–2013 рр.

Гіпотезу про відсутність впливу інфляції на сальдо бюджету відкинути не можна, що означає незалежність фіскального чинника від цінової динаміки. Водночас не можна підтвердити гіпотезу про відсутність впливу сальдо бюджету на інфляцію. Отриманий результат не суперечить стандартним припущенням щодо інфляційних ефектів від погіршення сальдо бюджету. Не виключено, що досить слабкий зв’язок між грошовою масою та інфляцією насправді маскується залежністю пропозиції грошової маси від фінансування дефіциту бюджету. В такій інтерпретації дефіцит бюджету зумовлює збільшення пропозиції грошової маси, а це стає чинником інфляційної динаміки. Таким чином грошова емісія стає своєрідною “проміжною” ланкою передаткового механізму фіскальної політики.

Цілком передбачувано вітчизняна інфляція не впливає на умови торгівлі, адже Україна не має можливостей впливу на світові ціни обох товарів — металопродукції і сирової нафти, але протилежний причинно-наслідковий зв’язок простежується дуже виразно. Залежність інфляції від умов торгівлі поступово слабне з часом і практично зникає через чотири квартали після початкового інфляційного імпульсу. Вагомий зв’язок між умовами торгівлі та інфляцією стає ймовірним джерелом цінової нестабільності, яку важко нейтралізувати за умов фіксованого обмінного курсу. Більша гнучкість обмінного курсу може бути корисною для нейтралізації монетарних ефектів платіжного балансу, але в такому разі потенційні труднощі створює можлива асиметрія впливу обмінного курсу на інфляцію, коли в разі знецінення гривні відповідний інфляційний вплив є набагато відчутнішим, ніж протилежно спрямовані антиінфляційні ефекти від зміцнення грошової одиниці.

<sup>20</sup> Таке припущення ґрунтується на тому, що поліпшення умов торгівлі за рахунок прискореного зростання світових цін на металопродукцію супроводжується збільшенням експорту, а це зумовлює збільшення пропозиції грошової маси внаслідок монетизації валютних резервів. У підсумку грошова емісія стає інфляційним чинником. Ще один механізм може пояснюватися залежністю видатків бюджету від стану експортного сектора. В такій інтерпретації поліпшення умов торгівлі та збільшення податкових надходжень від підприємств-експортерів може розглядатися достатньою передумовою для збільшення видатків, передусім в частині різноманітних “соціальних” ініціатив.



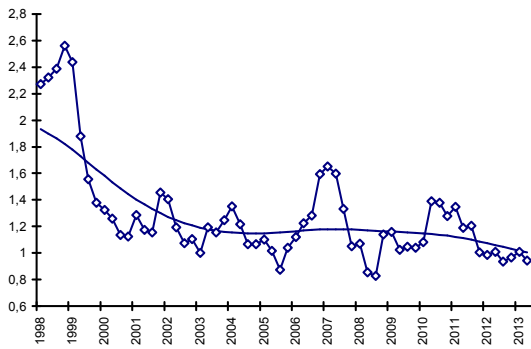


Рис. 4. Україна: умови торгівлі, 1998–2013 рр.

*Примітка:* визначено співвідношенням “світова ціна на метал/світова ціна на сирову нафту”  
*Джерело:* розраховано за даними МВФ International Financial Statistics

літики, яка з необхідністю передбачає стерилізацію монетарних ефектів платіжного балансу. Одним із засобів може бути підвищення гнучкості обмінного курсу, але це може мати одним із “побічних ефектів” небажаний безпосередній вплив вартості грошової одиниці на інфляційну динаміку, який вкоринився у вітчизняній економіці, попри досягнуту відносну цінову та грошову стабільність.

На сьогодні видається актуальною всебічна емпірична оцінка чинників вітчизняної інфляції, що враховує взаємодію різноманітних чинників — монетарних, немонетарних (сальдо бюджету і умови торгівлі), а також адміністративних. Передусім уваги вимагають взаємодія фіскальної і монетарної політики, особливості стерилізації монетарних ефектів платіжного балансу, а також залежність інфляційної динаміки від різноманітних інституційних чинників, що мають переважно адміністративне по-

Таблиця 4

Тест Гренджера на взаємну причинність показників інфляції та сальдо бюджету і умов торгівлі

Гіпотеза	Лаги			
	1	2	3	4
Інфляція не впливає на сальдо бюджету	1,404 (0,24)	0,856 (0,43)	1,030 (0,38)	1,867 (0,13)
Сальдо бюджету не впливає на інфляцію	6,109 (0,02**)	2,371 (0,10***)	3,578 (0,03**)	3,062 (0,03**)
Інфляція впливає на умови торгівлі	1,288 (0,26)	1,312 (0,28)	1,344 (0,27)	0,981 (0,42)
Умови торгівлі не впливають на інфляцію	6,898 (0,01*)	2,452 (0,09***)	2,161 (0,10**)	1,803 (0,14)

5. Висновки

Проведений аналіз показує, що виразна нестабільність вітчизняної інфляції може бути наслідком як монетарних, так і немонетарних чинників. Монетарний вплив реалізується переважно через обмінний курс і доларизацію економіки, меншою мірою — безпосередньо за допомогою змін у пропозиції грошової маси. На інфляцію відчутно впливає сальдо бюджету. Відповідно високий дефіцит бюджету, значна грошова емісія та відчутна девальвація грошової одиниці можуть вважатися першопричиною високої інфляції 1990-х років. Упродовж 2000–2008 рр. операційний профіцит бюджету можна вважати важливим чинником гальмування інфляції, передусім у контексті прозорого “якоря” для очікувань цінової динаміки. На жаль, ця можливість використовувалася для надмірно швидкої ремонетизації української економіки. З початком світової фінансової кризи (осінь 2008 р.) монетарна політика стала рестрикційною, а фіскальна — експансійною, що має власну специфіку і може позначитися виникненням інфляційних проблем у контексті обслуговування державного боргу.

Останнім часом на нестабільність вітчизняної інфляції значний вплив могли мати умови торгівлі, що відрізняються підвищеною волатильністю. Така ситуація вимагає належної стабілізаційної по-

ходження (ступінь економічної свободи, конкурентність економічного середовища, механізми регулювання цін тощо).

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Антонюк А. Специфіка інфляції в Україні / Антонюк А. // Економіка та держава. — 2009. — № 10. — С. 35–36.
2. Белінська Я. Особливості монетарної політики та напрями трансформації монетарного режиму / Белінська Я. // Україна: Стратегічні пріоритети. Аналітичні оцінки — 2006 / О. С. Власюк (ред.). — К.: НІСД, 2006. — С. 244–254.
3. Береславська О. Курсова політика НБУ і ее влияние на социально-экономические процессы в Украине / Береславська О. // Финансовые риски. — 2005. — № 1. — С. 34–36.
4. Бойко В. Логіка політичного циклу та стрімке гальмування інфляції в Україні в 2011–2012 рр.: мотивація, інструментарій та ймовірні наслідки / Бойко В. // Вісник ЛКА. — 2013. — № 41. — С. 47–57.
5. Бойко В. Чинники гальмування інфляції в Україні в 2011–2012 рр. / Бойко В. // Соціально-економічні проблеми сучасного періоду України. Проблеми інтеграції України у світовий фінансовий простір. 2013. — Вип. 1.99. — С. 383–391.

6. Вовчак О. Інституційні детермінанти формування монетарної політики в Україні / Вовчак О., Хмельярчук М. // Вісник НБУ. — 2010. — № 9. — С. 3—10.
7. Гальчинський А. “Економіка України втягується в інфляційну спіраль” / Гальчинський А. // Дзеркало тижня. — 2007. — № 38. — 13 жовтня.
8. Геєць В. Цінова конкуренція чи цінова стабільність: дуалізм політики економічного зростання / Геєць В. // Економіка і прогнозування. — 2005. — № 4. — С. 9—31.
9. Геєць В. Грошово-кредитна політика в системі чинників економічного зростання / Геєць В. // Матеріали наук.-практ. конф. “Стратегія соціально-економічного розвитку України та пріоритети грошово-кредитної політики”, (м. Київ, 7 грудня 2006 р.). — К.: НБУ; Інститут економіки та прогнозування НАН України, 2007. — С. 5—16.
10. Голюк В. Значення монетарного чинника у розвитку інфляційних процесів в Україні у 2002—2010 роках / Голюк В. Я. // Інвестиції: практика та досвід. — 2012. — № 5. — С. 28—30.
11. Джуччі Р. Актуальні проблеми монетарної політики / Джуччі Р., Кірхнер Р., Кравчук В. // Серія консультативних робіт [РР/06/2009]. — К.: Інститут економічних досліджень та політичних консультацій; Німецька консультативна група, 2009. — 14 с.
12. Забезпечення фінансової стабільності в Україні в умовах посткризової економіки: Аналітична доповідь // Белінська Я. (ред.). — К.: НІСД, 2011. — 88 с.
13. Заріцький О. Як вивести економіку України з дефляції або чи потрібна емісія в 3 млрд. грн.? / Заріцький О., Харазішвілі Ю., Завадник В. // Банківська справа. — 2003. — № 1. — С. 9—18.
14. Економіка України після кризи: орієнтири стратегічних реформ / Я. А. Жаліло (ред.). — К.: НІСД, 2010. — 104 с.
15. Карпенко Г. Аналіз основних факторів інфляції в Україні / Карпенко Г., Башко В. // Фінанси України. — 2008. — № 11. — С. 29—40.
16. Ковальчук Т. В. очікуванні стимулюючого ефекту грошей / Ковальчук Т. В. // Урядовий кур’єр. — 2003. — № 16. — 28 січня.
17. Козюк В. Доларизація економіки: виклики монетарній політиці та фінансовій стабільності. / Козюк В. — Тернопіль: Астон, 2012. — 276 с.
18. Колобов Ю. Монетарні параметри розвитку економіки України / Колобов Ю. // Фінанси України. — 2012. — № 4. — С. 3—7.
19. Кораблін С. Інфляція та економічне зростання для України / Кораблін С. // Дзеркало тижня. — 2003. — № 10. — 14 березня.
20. Кораблін С. Сукупна пропозиція і оптимальна інфляція / Кораблін С. // Економіка і прогнозування. — 2005. — № 1. — С. 9—32.
21. Красавина Л. Актуальные проблемы инфляции в России: системный подход / Красавина Л. // Деньги и кредит. — 2011. — № 3. — С. 19—28.
22. Лановик Б. Д. Економічна історія: [курс лекцій] / Б. Д. Лановик; [за ред. Б. Д. Лановика]. — [2-е вид., перероб.]. — К.: Вікар, 2000. — 300 с.
23. Литвицький В. Реінфляція-2007 / Литвицький В. // Вісник НБУ. — 2008. — № 2. — С. 2—12.
24. Макаренко М. Дослідження інфляційних чинників в Україні / Макаренко М., Жулінська К. // Банківська справа. — 2011. — № 3. — С. 3—10.
25. Манків Г. Макроекономіка / Манків Г.; [пер. з англ.; наук. ред. пер. С. Панчишина]. — К.: Основи, 2000. — 588 с.
26. Марцин В. Причини виникнення інфляції, механізм її прояву і шляхи стабілізації економіки / Марцин В. // Соціально-економічні проблеми сучасного періоду України: Збірник наук. праць. — Вип. 2 (94) / В. С. Кравців (ред.). — Львів: Ін-т регіональних досліджень НАН України, 2012. — С. 27—39.
27. Матвієнко П. Монетизація економіки України: реальний рівень та проблеми його визначення / Матвієнко П. // Вісник НБУ. — 2003. — № 1. — С. 29—32.
28. Науменкова С. Основні тенденції розміщення грошової маси та їх вплив на формування грошово-кредитної політики Європи / Науменкова С. // Вісник НБУ. — 2006. — № 1. — С. 19—25.
29. Орленко О. Споживчий ринок України в умовах інфляції / О. Орленко // Вісник КНТЕУ. — 2009. — № 3. — С. 15—25.
30. Осецький В. Грошово-кредитна політика — детермінанта інвестиційних змін / Осецький В. // Банківська справа. — 2003. — № 1. — С. 22—26.
31. Перспективи економіки України в умовах глобальної макроекономічної нестабільності: Аналітична доповідь. — К.: НІСД, 2013. — 120 с.
32. Петрик О. Розвиток цінової ситуації в Україні / Петрик О. // Вісник НБУ. — 2002. — № 9. — С. 51—53.
33. Петрик О. Інфляція в Україні та її прогнозування в Національному банку / Петрик О. // Вісник НБУ. — 2012. — № 5. — С. 8—12.
34. Післякризовий розвиток економіки України: засади стратегії модернізації / [Я. Жаліло, Д. Покришка, Я. Белінська, Я. Бережний та ін.]. — К.: НІСД, 2012. — 144 с.
35. Полозенко Д. Про гроші, інфляцію та фінанси у трансформаційній економіці / Полозенко Д. // Фінанси України. — 2008. — № 2. — С. 82—88.
36. Попельнюхов Р. Теоретико-методичні засади макроекономічної стабільності / Попельнюхов Р. // Економіка та держава. — 2009. — № 12. — С. 58—61.
37. Савченко А. Макроекономіка: підручник / Савченко А., Пухтасвич Г., Тітьонко О. — К.: Либідь, 1999. — 288 с.
38. Сискос Є. Ринкові перетворення та особливості макроекономічної стабілізації в Україні та Польщі / Сискос Є. // Вісник НБУ. — 2005. — № 10. — С. 20—24.
39. Сколотяний Ю. Рецепти проти слабкості / Сколотяний Ю. // Дзеркало тижня. — 2005. — № 36. — 23 вересня.
40. С. Яременко: “Ми стоїмо перед дуже важливим вибором у проведенні монетарної та валютно-курсової політики, а не просто перед лібералізацією валютного ринку” / Сколотяний Ю. // Дзеркало тижня. — 2005. — № 32. — 20 серпня.

41. Скрипник А. Вплив валютно-курсової політики на інфляційні процеси в Україні / Скрипник А. // Вісник НБУ. — 2007. — № 7. — С. 40—48.
42. Словник сучасної економіки Макміллана / [пер. з англ.]. — К.: “АртЕк”, 2000. — 640 с.
43. Створення фіскального простору для економічного зростання. Огляд державних фінансів України. Звіт № 36671. — Вашингтон: Світовий банк, 2006. — 185 с.
44. Шаповалов А. Стратегічні напрями курсової політики України за умов стійкого економічного розвитку / Шаповалов А. // Дзеркало тижня. — 2005. — № 43. — 5 листопада.
45. Шаповалов В. Системні особливості розвитку інфляційних процесів в Україні / Шаповалов В. // Вісник НБУ. — 2007. — № 12. — С. 3—7.
46. Швайка М. Невідкладні заходи перебудови і реформування банківської системи України / Швайка М. / Матеріали наук.-практ. конф. “Монетарна політика в умовах економічного зростання” (м. Київ, 28 травня 2004 р.). — К.: НБУ, 2004. — С. 159—169.
47. Шевчук В. Платіжний баланс і макроекономічна рівновага в трансформаційних економіках: досвід України. / Шевчук В. — Львів: Каменяр, 2001. — 495 с.
48. Шевчук В. Платіжний баланс, економічне зростання і стабілізаційна політика. / Шевчук В. — Львів: Кальварія, 2008. — 734 с.
49. Шевчук В. Монетарні чинники післякризового гальмування інфляції в Україні, 2010—2011 рр. / Шевчук В. // Соціально-економічні проблеми сучасного періоду України: Збірник наук. праць. — Вип. 2 (94) / В.С. Кравців (ред.). — Львів: Ін-т регіональних досліджень НАН України, 2012. — С. 7—16.
50. Шевчук В. Ризики прискореної ремонетизації української економіки / Шевчук В., Атаманчук З. // Соціально-економічні дослідження в перехідний період: Збірник наук. праць. — Вип. 1 (63) / Є. І. Бойко (ред.). — Львів: Ін-т регіональних досліджень НАН України, 2007. — С. 76—84.
51. Шумило І. Лікувати причини, а не симптоми / Шумило І. // Дзеркало тижня. — 2006. — № 16—17. — 29 квітня.
52. Шумська С. Інфляція чи ревальвація: яке з двох лих менше? (Емпіричний аналіз впливу на економіку) / Шумська С. // Економіка та прогнозування. — 2005. — № 3. — С. 127—146.
53. Чайка О. Емісія, яка “гасить” інфляцію / Чайка О., Мигашко В. // Вісник НБУ. — 1996. — № 1. — С. 40—42.
54. Яременко С. Выбор приоритетов в монетарной политике на разных этапах экономического развития / Яременко С. / Матеріали наук.-практ. конф. “Монетарна політика в умовах економічного зростання” (м. Київ, 28 травня 2004 р.). — К.: НБУ, 2004. — С. 55—56.
55. Lissovolik, B. Determinants of Inflation in a Transition Economy: The Case of Ukraine // IMF Working Paper No. 126. — Washington: IMF, 2003. — 35 p.
56. Schaechter, A. What Monetary Policy Framework Fits Ukraine? // Ukraine: Selected Issues / Country Report No. 07/04. — Washington: IMF, 2007. — P. 33—45.