

Є.В. Алімпієв (Університет економіки та права «КРОК», м. Київ, Україна)

### КУРСОВИЙ КАНАЛ ФІНАНСОВО-МОНЕТАРНОЇ ТРАНСМІСІЇ В УКРАЇНІ

*У статті досліджено курсовий канал фінансово-монетарної трансмісії в економіці України. Розкрито переваги й недоліки використання курсового каналу в умовах закінчення трансформації вітчизняної економіки та її наближення до розвинутих ринкових систем. Вивчено умови і можливості заміщення курсового каналу як найпотужнішого інструменту фінансово-монетарного регулювання за рахунок інших передавальних шляхів. Ключові слова: фінансово-монетарна трансмісія, курсовий канал, таргетування обмінного курсу, девальвація, фінансово-монетарне регулювання.*

*Форм. 8. Табл. 2. Рис. 3. Літ. 15.*

Е.В. Алимпиев (Университет экономики и права «КРОК», г. Киев, Украина)

### КУРСОВОЙ КАНАЛ ФИНАНСОВО-МОНЕТАРНОЙ ТРАНСМИССИИ В УКРАИНЕ

*В статье исследован курсовой канал фінансово-монетарной трансмиссии в экономике Украины. Раскрыты преимущества и недостатки использования курсового канала в условиях окончания трансформации отечественной экономики и ее приближения к развитым рыночным системам. Изучены условия и возможности замещения курсового канала как мощного инструмента фінансово-монетарного регулирования посредством других передающих путей.*

*Ключевые слова: фінансово-монетарная трансмиссия, курсовой канал, таргетирование обменного курса, девальвация, фінансово-монетарное регулирование.*

Y.V. Alimpiyev (University of Economics and Law "KROK", Kyiv, Ukraine)

### EXCHANGE RATE CHANNEL OF FINANCIAL AND MONETARY TRANSMISSION IN UKRAINE

*The article studies the exchange rate channel of the financial and monetary transmission within Ukraine's economy. Advantages and drawbacks of using the exchange rate channel at the final stage of the national economy transformation and Ukraine's approaching developed market systems are presented. Conditions and opportunities for substitution of the exchange rate channel as the most powerful tool of the financial and monetary regulation by other transmission channels are investigated.*

*Keywords: financial and monetary transmission; exchange rate channel; exchange rate targeting; devaluation; financial and monetary regulation.*

**Постановка проблеми.** Можливості грошово-кредитного регулювання макроекономічних процесів забезпечуються сукупними можливостями передавальних каналів фінансово-монетарного трансмісійного механізму [8, 38]. Регулювання валютного курсу є одним із найпотужніших інструментів впливу на економіку. Насамперед це актуально для економік перехідного типу, до яких відноситься економіка України. Тому важливим завданням є формування цілісного уявлення про функціонування курсового каналу фінансово-монетарної трансмісії, його специфіку та можливості застосування в умовах України.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Канал обмінного курсу є важливою складовою трансмісійного механізму, через який забезпечується розповсюдження монетарного імпульсу у реальному секторі економіки. Вивченню

монетарної трансмісії через канал обмінного курсу присвячено праці М. Домбровські [4], Ф. Мішкіна [15], С.Р. Моїсеєва [8], Р.М. Нурєєва [10] та інших.

Провідна роль у дослідженні роботи курсового каналу трансмісії в умовах перехідних постсоціалістичних економік належить фахівцям національних банків країн колишнього СНД: В. Бакалу (Національний банк Республіки Білорусь) [1], Б.М. Конурбаєвої (Національний банк Республіки Казахстан) [6], М.Ю. Сап'ян (Центральний банк Російської Федерації) [10] і фахівців Національного банку України (В.І. Міщенко [3; 9], І.А. Нідзельської [3], А.В. Сомик [9] та ін.). Дослідження цих вчених, як правило, мають науково-практичну спрямованість.

**Невирішені частини проблеми.** Попри значну кількість досліджень трансмісійного механізму сьогодні немає єдиного бачення складу фінансово-монетарної трансмісії, каналів, за якими поширюються фінансово-монетарні імпульси, логіка й динаміка трансмісійних процесів. Переважна більшість дослідників вказує на те, що характеристики трансмісійного механізму є майже індивідуальними для кожної країни. В трансмісійних механізмах окремих країн більше відмінностей, ніж спільних рис.

**Мета дослідження** – з'ясувати роль, місце, складові та специфіку роботи курсового каналу фінансово-монетарної трансмісії в економіці України. Проаналізувати переваги й недоліки використання курсового каналу в умовах закінчення трансформації економіки та її наближення до розвинутих ринкових систем. Намітити можливості заміщення курсового каналу як найпотужнішого інструменту фінансово-монетарного регулювання за рахунок інших передавальних шляхів.

**Основні результати дослідження.** Ініціація трансмісійного механізму через канал обмінного курсу відбувається у результаті змін у монетарній політиці, зокрема заходів центрального банку, спрямованих на корекцію обмінного курсу національної валюти.

Імпульс зміни обмінного курсу буде розповсюджуватись завдяки ефекту зміни відносних цін і балансовому ефекту [9, 18].

Згідно з ефектом зміни відносних цін, зниження курсу національної валюти робить вітчизняні товари більш дешевими порівняно з імпортними і більш конкурентоспроможними на міжнародних ринках. Це стимулює зростання чистого експорту, який, у свою чергу, розширює сукупний попит і стимулює випуск.

Балансовий ефект, як вважають фахівці НБУ, пов'язаний із наявністю у суб'єктів економіки зобов'язань в іноземній валюті. Отже, зміна курсу може призвести до змін власного капіталу та витрат на обслуговування зобов'язань в іноземній валюті [9, 18].

В Україні в умовах значної доларизації зміна співвідношення гривня/долар буде відчутною практично для всіх економічних суб'єктів. Зважаючи на це, балансовий ефект буде мати широкий спектр дії і викликати зміни фінансового стану переважної більшості економічних суб'єктів. Виняткова потужність балансового ефекту є специфічною рисою фінансово-монетарної трансмісії в економіці України.

Схематично монетарну трансмісію через канал валютного курсу можна зобразити так (рис. 1).



Рис. 1. Структура курсового каналу фінансово-монетарної трансмісії, розроблено за [9]

Як випливає з рис. 1, початковим імпульсом курсового каналу трансмісії виступають інструменти державного регулювання, які впливають на курс національної валюти. Передусім такими інструментами є монетарні заходи: пряме регулювання курсу у випадку фіксованого режиму (девальвація/ревальвація), зміна облікової ставки, операції центрального банку на відкритому ринку, заходи, що впливають на зміни грошової маси (грошова емісія, зміна норми резервування тощо). Разом з тим, значний вплив на курс національної валюти можуть мати такі події:

- як побічний ефект проведення фінансової політики, пов'язаної зі зміною витратної та дохідної частин бюджету, зміною розмірів дефіциту бюджету та державного боргу;

- як ефект зворотного зв'язку, коли початковий монетарний імпульс на різних етапах розповсюдження в економічному середовищі змінює умови роботи каналу. Такий зв'язок може бути як підсилюючим початковий імпульс (позитивним), так і навпаки – негативним;

- як «наведені» ефекти у результаті застосування інших каналів фінансово-монетарної трансмісії, коли ці канали діють на окремі ланки каналу обмінного курсу або коли у результаті застосування інших каналів виникає обернений зв'язок, що впливає на роботу курсового каналу.

Взаємозв'язок фінансових і монетарних інструментів регулювання та їхні можливості впливу на макроекономічні пропорції добре ілюструють макроекономічні пояснюючі моделі відкритої економіки – модель Манделла-Флемінга, модель IS-LM-BP, модель торговельного балансу [11, 84–98].

У моделі Манделла-Флемінга центральним елементом зовнішньоекономічної рівноваги виступає торговий баланс, представлений рівнянням чистого експорту  $N_x$ , значення якого формуються під впливом змін курсу національної валюти. Зміст моделі розкривається через систему рівнянь і графіки, які ілюструють зміни загальної рівноваги при застосуванні різних інструментів державного регулювання економіки.

За допомогою системи рівнянь і відповідних графіків модель ілюструє зміни макроекономічних пропорцій, зокрема випуску під впливом інструментів фінансово-монетарного регулювання.

Модель представлена рівняннями 3 функцій: *IS*, *LM* та рівнянням фінансової інтеграції:

1. *IS*:

$$Y = C(Y - T) + I(i) + G + NX(q)$$

$$\text{або } Y = \alpha(A - bi + nq) = \frac{1}{1 - c'(1 - t)}(A - bi + nq), \quad (1)$$

де  $A = \bar{C} + \bar{I} + \bar{G} + N\bar{X}$  – автономні витрати;  $i$  – вітчизняна ставка відсотка;  $q$  – номінальний курс національної валюти;  $\alpha$  – витратний мультиплікатор;  $c'$  – гранична схильність до споживання;  $t$  – коефіцієнт залежності податків від рівня доходів;  $b$  – коефіцієнт залежності інвестицій від ставки відсотка;  $n$  – коефіцієнт залежності чистого експорту від номінального курсу національної валюти.

2. *LM*:

$$\frac{M}{P} = M^D = kY - hi \text{ або } Y = \frac{1}{k} \frac{M}{P} + \frac{h}{k} i, \quad (2)$$

де  $M/P$  – реальна пропозиція грошей;  $M^D$  – попит на гроші;  $k$  – коефіцієнт залежності попиту на гроші від випуску продукту;  $h$  – коефіцієнт залежності попиту на гроші від ставки відсотка.

3. Рівняння фінансової інтеграції:

$$i = i^*, \quad (3)$$

де  $i^*$  – світова ставка відсотка.

Зовнішній попит у складі рівняння *IS* розкривається через рівняння чистого експорту:

$$NX = Ex - Im = (\bar{E}x + nq) - I\bar{m} = N\bar{X} + nq. \quad (4)$$

Рівняння відображає те, що при девальвації національної валюти відбувається зростання експорту, тоді як при ревальвації – його зменшення.

Рівняння фінансової інтеграції  $i = i^*$  передбачає, що мала відкрита економіка сприймає відсоткову ставку, що встановилась на зовнішньому ринку, як величину задану, не впливаючи на її рівень. Умовою вирівнювання вітчизняної та світової ставки відсотка є абсолютна мобільність капіталів.

Графічний аналіз моделі Манделла-Флемінга зазвичай здійснюється на координатній площині «дохід – курс валюти» ( $Y \times q$ ). Реалізація такого підходу дає можливість відобразити роботу курсового каналу фінансово-монетарної трансмісії в умовах різних режимів валютного курсу (рис. 2).

Пояснення до рис. 2:

1. Рис. 2а – можливості застосування інструментів монетарного регулювання в умовах режиму плаваючого курсу пояснюються за такою логікою:

$$M \uparrow \rightarrow \left( \frac{M}{P} \right) \uparrow \rightarrow i \downarrow \rightarrow I^f \downarrow \rightarrow q \downarrow \rightarrow NX \uparrow \rightarrow AD \uparrow \rightarrow Y \uparrow. \quad (5)$$

Логічний ланцюжок ілюструє обернений зв'язок між грошовою пропозицією та ставкою відсотка і курсом валюти. Зменшення курсу національної валюти справляє позитивний вплив на чистий експорт і випуск.

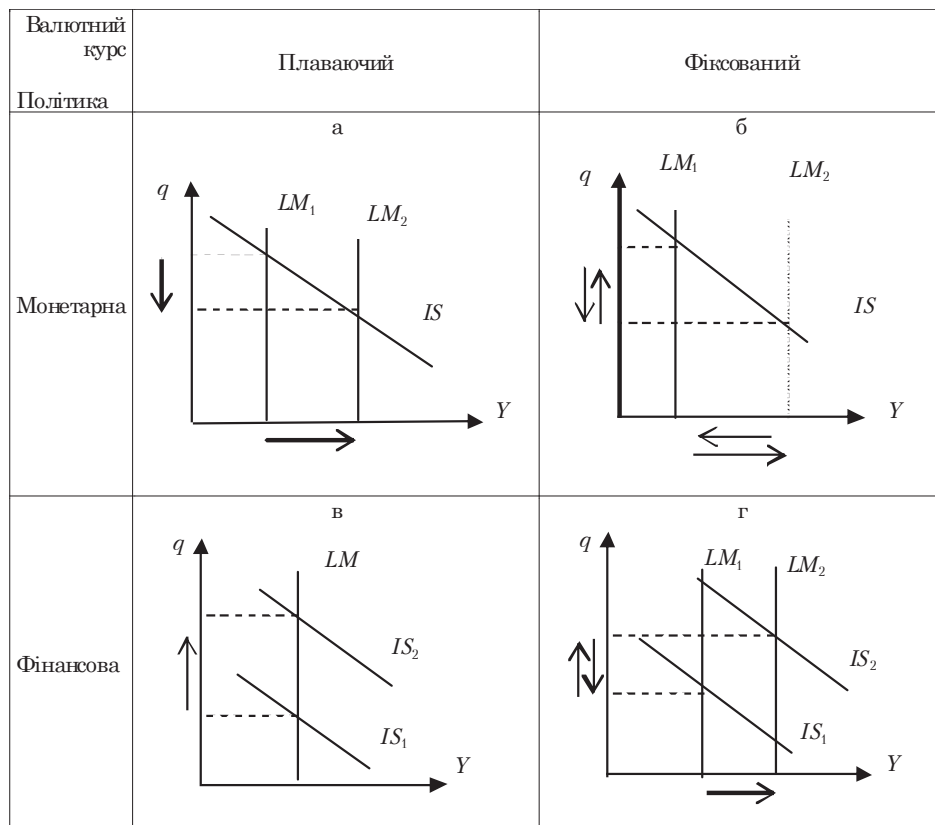


Рис. 2. Курсовий канал фінансово-монетарної трансмісії в умовах різних режимів валютного курсу [11]

2. Рис. 2б – рівновага після застосування монетарних інструментів за фіксованого валютного курсу не ілюструється логічним ланцюжком, оскільки зміна грошової пропозиції тут не може використовуватися як інструмент регулювання економіки. Якщо зростання пропозиції грошей відбулося як побічне явище, наприклад, при поверненні боргових зобов'язань за державними цінними паперами (зрушення  $LM$  праворуч), то центральний банк мусить скоротити пропозицію грошей з використанням інших інструментів (повернення  $LM$  у початковий стан).

3. Рис. 2в – в умовах режиму плаваючого обмінного курсу застосування інструментів фінансової політики – збільшення державних закупок або зменшення податків стимулює сукупні витрати і випуск:

$$G \uparrow \text{ або } T \downarrow \rightarrow AD \uparrow \rightarrow Y \uparrow \rightarrow i \uparrow \rightarrow I' \uparrow \rightarrow q \uparrow \rightarrow NX \downarrow \rightarrow Y \downarrow. \quad (6)$$

Одночасно зростає ставка відсотка, що спричиняє приплив іноземних інвестицій ( $I' \uparrow$ ). Відповідно зростає попит на національну валюту, що збільшує її курс та зменшує чистий експорт і випуск. У такий спосіб скорочення чистого експорту, спричинене подорожчанням національної валюти, нівелює зростання випуску за рахунок додаткових внутрішніх витрат.

4. Рис. 2г – загальна рівновага після застосування фінансових інструментів за фіксованого валютного курсу відновлюється у такий спосіб: в умовах режиму фіксованого курсу стимулюючі заходи фінансової політики призводять до збільшення сукупного попиту й випуску та до зростання попиту на національну валюту:

$$G \uparrow \text{ або } T \downarrow \rightarrow AD \uparrow \rightarrow Y \uparrow \rightarrow i \uparrow \rightarrow I' \uparrow \rightarrow q \uparrow; \quad (7)$$

$$M \uparrow \rightarrow \left( \frac{M}{P} \right) \uparrow \rightarrow q \downarrow \rightarrow NX \uparrow \rightarrow AD \uparrow \rightarrow Y \uparrow. \quad (8)$$

Друга частина логічного ланцюжка, що починається з  $M \uparrow$ , пов'язана з діями центрального банку, спрямованими на непорушність фіксованого курсу. Ці дії стимулюють сукупний попит і зростання випуску, тому не відбувається витіснення за рахунок зменшення чистого експорту після фінансового стимулювання.

Модель Манделла-Флемінга дає змогу сформулювати низку важливих узагальнень стосовно ролі й місця курсового каналу у складі фінансово-монетарної трансмісії:

1) через курсовий канал фінансово-монетарної трансмісії на економіку впливають імпульси, що генеруються як інструментами монетарної, так і фінансової політик;

2) ефективність курсового каналу ще не означає ефективності регулюючих заходів у цілому: у випадку, зображеному на рис. 2в, курсовий канал протидіє загальній логіці фінансового регулювання і нівелює стимулюючий вплив фінансових інструментів;

3) особливим випадком в моделі є випадок на рис. 2б, де застосування монетарних інструментів стимулювання випуску є неможливим в умовах фіксованого курсу. В умовах фіксованого режиму обмінного курсу ефективним інструментом монетарної політики стає девальвація національної валюти.

У сучасних умовах терміном «девальвація» у системах з фіксованим курсом валюти позначається зниження офіційного курсу національної валюти стосовно інших валют, яке ініціюється монетарною владою.

З погляду світової валютної системи девальвація валюти з фіксованим курсом є засобом вирівнювання диспропорцій у співвідношеннях валют у ситуації, коли внаслідок надмірного розширення грошової маси національна валюта стає «переоціненою».

Визначення сучасного явища девальвації, яке одночасно може бути поясненням дії курсового каналу, дає А. Гальчинський: «Девальвація являє собою цілеспрямовані дії відповідних інституційних структур, що мають на меті зниження обмінних курсів валюти власної країни. Таке зниження спрямовується, з одного боку, на стимулювання експорту та споживчого попиту на внутрішньому ринку, та з другого – на підвищення конкурентоздатності та поліпшення торговельних позицій країни на світовому ринку» [2, 401].

В умовах режиму фіксованого курсу грошова влада має потужний інструмент монетарного впливу – девальвацію національної валюти. Разом з тим, режим фіксованого курсу не передбачає «незапланованих курсових коливань» які обов'язково виникатимуть внаслідок побічних, зворотних і наведених

ефектив. Утримання курсу на визначеному рівні є складним і витратним завданням центрального банку, полегшити яке можна переходом до більш гнучких режимів валютного регулювання: «валютного коридору», «повзучої прив'язки», «повзучого валютного коридору» [4].

Незважаючи на неоднозначність девальвації як заходу монетарного регулювання, вона лишається чи не головним інструментом стимулювання економік, що розвиваються або знаходяться у стані трансформації.

Як свідчить графік на рис. 3, в Україні, починаючи з 1996 р., двічі проводилася масштабна девальвація з інтервалом у 10 років. Перший раз, після кризи 1998 р., гривню було девальвовано на 120% – з 2,4 грн./дол.США до 5,4 грн./дол.США. Другий раз (у 2008 р.) девальвацію було проведено у розмірі 50% – з 5,3 грн./дол.США до 7,8 грн./дол.США. Для порівняння: в Росії девальвація 1998 р. склала 250%, у 2008 р. – 40% [12]; В Польщі обидві девальвації проводилися у розмірі 30% [14].



Рис. 3. Динаміка обмінного курсу національної валюти до долара США в період 1996–2012 рр., розроблено за [5]

Девальвація як доступний і ефективний інструмент монетарної політики пов'язана з режимом таргетування обмінного курсу, з прямим впливом на обмінний курс через курсовий канал фінансово-монетарної трансмісії.

Переваги використання курсового каналу трансмісії як основного каналу передачі імпульсів політики таргетування обмінного курсу проявляються передусім у нестабільних економічних умовах, післякризовому стані, під час економічних трансформацій тощо, неодмінною рисою яких є високий рівень інфляції. Запровадження фіксованого режиму обмінного курсу з дотриманням публічно проголошених орієнтирів курсової політики є потужним засобом скорочення інфляції і справляє дисциплінуючий вплив на економіку.

Однак, незважаючи на певні переваги, які надає політика фіксованого курсу на початковому ринкових трансформацій, фіксування обмінного курсу в країні повинне бути тимчасовим заходом. Досвід розвинених країн свідчить, що при досягненні певного рівня макроекономічної стабільності режим пла-



ваючого курсу є вигіднішим для економіки: він може служити індикатором економічної політики й сигналом для коректування заходів фінансово-монетарного регулювання.

Сучасні дослідження типових режимів монетарної політики, таких як таргетування обмінного курсу, таргетування грошової маси, таргетування інфляції вказують на те, що ефективність обраного режиму таргетування залежить від стану економічної кон'юнктури й особливостей фінансово-монетарної трансмісії конкретної країни. Так, в умовах трансформаційної економіки політика таргетування обмінного курсу може бути найкращим вибором для країни, у той час як таргетування грошової маси, таргетування інфляції є ефективними можливостями монетарної політики розвинутих країн і не завжди можуть бути доступними в умовах трансформації.

Обґрунтування диференціації монетарних режимів спирається на порівняння макроекономічних умов ефективності фінансово-монетарної трансмісії, що виявляються на основі аналізу трансмісійних процесів [7, 7–8].

М. Домбровські виділяє низку чинників, що спотворюють дію трансмісійного механізму фінансово-монетарного регулювання, і, зокрема, обумовлюють використання режиму таргетування обмінного курсу як найбільш прийняттого режиму за даних умов [4].

**Таблиця 1. Оцінювання чинників використання режиму таргетування обмінного курсу\***

Чинники, що обумовлюють використання режиму таргетування обмінного курсу	Оцінка для України
Екзогенні цінові шоки	Наявні. Пов'язані з високим ступенем енергетичної залежності, значною часткою імпорту у структурі споживання (на рівні 30%).
Дефіцит достовірності	Низький рівень довіри до монетарної влади. Непрозора політика Національного банку України.
Доларизація	Висока. Рівень доларизації за методикою МВФ становить близько 30% [13, 290].
Фіскальна політика	Низький рівень узгодженості фінансових та монетарних заходів регулювання.
Політична невизначеність	Висока
Структурні зміни в економіці	Тривають. Економіка України класифікується як економіка у стані трансформації або економіка країни, що розвивається.
Зміни на міжнародних фінансових ринках (обмежений суверенітет національної грошової політики)	Підтримується фіксований режим валютного курсу з прив'язкою до кошика валют [3, 54].

\* розроблено за [4].

Також М. Домбровські сформульовано необхідні передумови запровадження режиму таргетування інфляції [4].

Як свідчать табл. 1 та 2, в економіці України наявна переважна більшість чинників, що обумовлюють використання режиму таргетування обмінного курсу. Разом з тим, умови для переходу до більш гнучкого режиму монетарної політики – таргетування інфляції, можна визначити як такі, що значною мірою сформовані або знаходяться у стані формування.



Таблиця 2. Оцінювання умов переходу України до режиму таргетування інфляції\*

Умови переходу до режиму таргетування інфляції	Оцінка для України
Незалежний центральний банк і довіра	Низький рівень довіри. Декларована незалежність Національного банку України.
Політична підтримка для стабільності цін	Наявна із прив'язкою до політичних циклів.
Плаваючий режим обмінного курсу	Підтримується фіксований режим валютного курсу з прив'язкою до кошика валют.
Розвинутий фінансовий ринок і стабільна банківська система	У стані формування.
Аналітично-прогностичні розробки (базова інфляція, механізми трансмісії грошової політики тощо)	У стані розробки.
Прозора інформаційна політика	На етапі становлення.

\* розроблено за [4].

Проведене дослідження дає можливість сформулювати такі **висновки**:

1. Курсовий канал фінансово-монетарної трансмісії є одним з найбільш доступних і ефективних шляхів впливу на економіку перехідного типу, де ринкові трансформації досі тривають.

2. Теоретичне дослідження трансмісійного механізму фінансово-монетарної політики із використанням пояснюючої моделі Манделла-Флемінга дає змогу стверджувати, що джерелами початкового імпульсу ініціації курсового каналу фінансово-монетарна трансмісії можуть бути інструменти як монетарної, так і фінансової політик. Також імпульси курсового каналу можуть генеруватись внаслідок оберненого зв'язку та наведених ефектів. Найбільш повно теоретичним уявленням про функціонування й можливості застосування курсового каналу передачі імпульсів відповідають фінансово-монетарній трансмісії розвинутих країн.

3. Причиною цього є специфіка роботи курсового каналу, тісно пов'язана з режимом регулювання обмінного курсу й можливостями вибору політики таргетування монетарних цілей. В умовах трансформаційних економік такі можливості відсутні.

4. В Україні використання курсового каналу трансмісії є обмеженим. Таке обмеження у можливостях фінансово-монетарного регулювання обумовлюється:

- по-перше, низкою негативних характеристик, властивих економікам у стані трансформації і яких позбавлені економіки розвинутих країн;
- по-друге, ситуативною необхідністю утримання фіксованого курсу національної валюти з метою стримання інфляції, стабілізації економіки і забезпечення фінансової дисципліни;
- по-третє, проведенням Національним банком України політики таргетування обмінного курсу як найбільш ефективної в умовах макроекономічної нестабільності.

Разом з тим, огляд загальноекономічних тенденцій і зрушень у фінансово-монетарній сфері економіки України дає підстави для висновку про поступовий відхід від використання курсового каналу фінансово-монетарної трансмісії як основного шляху впливу на економіку.

Акценти фінансово-монетарного регулювання зміщуються від вибору максимально потужних заходів регулювання у бік диференціації шляхів впливу на економіку. Застосування курсового каналу шляхом безпосереднього впливу на обмінний курс, в тому числі із застосуванням девальвації національної валюти, поступається місцем опосередкованій ініціації курсового каналу в складі трансмісійних механізмів інших монетарних і фінансових інструментів.

1. *Бакалу В., Бриксіова З., Джафаров Э., Вашер Ж.* Оценки передачи воздействия валютного курса (Республика Беларусь) // Доклад МВФ по стране №04/139. – М.: Международный валютный фонд, 2004. – С. 27–40.

2. *Гальчинський А.* Теорія грошей: Навч. посібник. – К.: Видавництво Соломії Павличко «Основи». – 2001. – 411 с.

3. Гнучкий режим курсоутворення: етапи запровадження та можливі наслідки для економічного розвитку України: Наук.-аналіт. матеріали (Вип. 15) / В.І. Міщенко, І.А. Нідзельська, А.П. Кулінець, С.О. Шульга; Національний банк України, Центр наукових досліджень. – К., 2010. – 124 с.

4. *Домбровски М.* Таргетирование инфляции в переходной экономике // Центр социально-экономических исследований // www.case-ukraine.kiev.ua.

5. Зовнішній сектор // Статистика // Національний банк України // www.bank.gov.ua.

6. *Конурбаева Б.М.* О модели трансмиссионного механизма и модели монетарного правила // Экономическое обозрение: НРБК. – 2007. – №2, 3. – С. 3–17.

7. *Корищенко К.Н.* Денежная трансмиссия в России // Экономические науки. – 2006. – №3. – С. 7–19.

8. *Моисеев С.Р.* Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики // Финансы и кредит. – 2002. – №18. – С. 38–51.

9. Монетарний трансмісійний механізм в Україні: Наук.-анал. Матеріали (Вип. 9) / В.І. Міщенко, О.І. Петрик, А.В. Сомик, Р.С. Лисенко та ін.; Національний банк України. Центр наукових досліджень. – К., 2008. – 144 с.

10. *Нуреев Р.М., Сабьян М.Ю.* Состояние трансмиссионного механизма как фактор готовности к переходу к политике инфляционного таргетирования // Экономический вестник Ростовского государственного университета. – 2008. – Т. 6, №1. – С. 18–26.

11. *Радіонова І.Ф., Бурлай Т.В., Алімнієв Є.В.* Макроекономіка-2: Навч. посібник. – К.: КНЕУ, 2009. – 423 с.

12. Статистика внешнего сектора // Центральный банк Российской Федерации // www.cbr.ru.

13. *Стецько Л.І.* Доларизація економіки України, її наслідки і напрямки зниження // Науковий вісник НЛТУ України. – 2011. – №21.15. – С. 287–292.

14. Kursy // Statystyka i sprawozdawczosc // Narodowy Bank Polski // www.nbp.pl.

15. *Mishkin, F.S.* (1995). Symposium on the Monetary Transmission Mechanism. Journal of Economic Perspectives, 9(4): 3–10.

Стаття надійшла до редакції 25.07.2012.