

УДК 338.242.2

ВЗАЄМОДІЯ ЧИННИКІВ ДЕРЖАВНОГО СТИМУЛЮВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ**Рубіш І.І.***Львівський торговельно-економічний університет*

У статті проаналізовані теоретичні аспекти взаємодії внутрішніх та зовнішніх чинників під час державного стимулювання інвестиційної діяльності та здійснені відповідні емпіричні тестування, що дозволило сформулювати конкретні висновки щодо особливостей сучасних інвестиційних тенденцій в Україні. Зокрема, у статті йдеться за такі важливі макроекономічні фактори як реальний обмінний курс національної грошової одиниці, рівень інфляції та облікова процентна ставка (ставка рефінансування). Окреслені фактори у разі їх правильного маніпулювання, а не зловживання у протекціоністських цілях, повинні сприяти активізації інвестиційних процесів у перехідній економіці, прикладом якого виступають деякі досліджені країни Центрально-Східної Європи. В контексті регулювання обмінного курсу грошової одиниці було відзначено, що в залежності від різних заходів макроекономічного регулювання, ефекти від політики можуть бути абсолютно протилежними: від досягнення ефекту Балаша-Самуельсона до наслідків «голландської хвороби». Були висунуті певні упередження щодо запровадження режиму інфляційного таргетування, оскільки в залежності від стану економіки кореляція між потенційними ефектами та ризиками застосування інфляційного таргетування є високими. Важливим зауваженням у статті є прозора та адекватна політика центрального банку щодо встановлення та регулювання облікової процентної ставки насамперед в контексті пожвавлення внутрішнього ринку.

Ключові слова: інвестиційна діяльність, обмінний курс, інфляційне таргетування, облікова процентна ставка, банківська система

UDC 338.242.2

INTERACTION BETWEEN FACTORS OF STATE INVESTMENT PROMOTION**Rubish I.***Lviv University of Trade and Economics*

The main objective of this article is to analyze theoretical aspects of interaction between internal and external factors of public investment stimulation accompanied with appropriate empirical tests to form conclusions and recommendations for modern investment trends in Ukraine. In particular, the article focuses on important macroeconomic factors such as the real exchange rate of the national currency, inflation and the discount interest rate (refinancing rate). Correct and timely manipulation with the outlined macroeconomic factors (instead of abuse of

protectionist measures) should promote investment processes in transition economies, some examples of which are explored in the article (Central and Eastern European countries). For instance, regulation of currency exchange rate, depending on various measures of macroeconomic regulation, would lead to totally opposite effects – from "Balassa-Samuelson Effect" to the consequences of "Dutch Disease". Some doubt has been cast upon the introduction of inflation targeting through high correlation between risks and potential effects of the inflation targeting application, which depends on different preconditions. An important observation of the article is about an adequate and transparent policy of the Central Bank for the establishment and regulation of the refinancing rate primarily through the recovery of the domestic market.

Keywords: investment, exchange rate, inflation targeting, discount rate, banking system.

Актуальність проблеми. Сучасні інструменти регулювання інвестиційних процесів (інвестиційне стимулювання, податкові пільги, амортизаційна політика та ін.) проявляють свою ефективність, як правило, в стабільних (передбачуваних) економіках. Оскільки перехідні економіки мають характер нестійких та нецілісних систем, необхідно, насамперед, створити сприятливі макроекономічні умови, забезпечити політичну стабільність та прозору систему ведення економічної діяльності. Це є визначальними факторами формування позитивного та сприятливого інвестиційного середовища в перехідній економіці. Чинником успішного регулювання інвестиційних процесів в країні є розуміння та прагнення державних інститутів, таких як центральний банк (ЦБ), фіскальні служби, цільові міністерства та ін., необхідності взаємопов'язаного управління валютною та грошово-кредитною політиками. З позиції макроекономічної стабільності як сприятливого фактору інвестування, суб'єктами державного впливу виступають реальний обмінний курс національної грошової одиниці, рівень інфляції, облікова процентна ставка (ставка рефінансування). Зазначені показники тісно взаємопов'язані між собою, визначають якісну динаміку макроекономічного розвитку та впливають на очікування суб'єктів ринку. Ці першочергові орієнтири в подальшому позначаються на рішеннях внутрішніх та зовнішніх інвесторів. Незважаючи на те, що регулятивні заходи грошово-кредитної політики здійснюється в монетарній сфері, їх вплив не обмежується безпосередньо у зазначеній сфері, вони також відображаються і на інвестиціях, у взаємодії із ціновою та фіскальною політиками, що буде розглянуто у статті.

Аналіз останніх наукових досліджень. Предмет дослідження систематично входить до кола наукових інтересів не тільки вітчизняної, але й міжнародної наукової думки. Зокрема А.С. Гальчинский, Б.В. Губський, В.В. Козюк, Д.Г. Лук'яненко, В.Ф. Мартиненко, В.В. Мельник, Н.О. Татаренко, А.А. Пересада, А.М. Поручник, В.О. Шевчук та ін. досліджували зазначені проблеми в своїх роботах. Однак, зауважимо, що в умовах ринкової економіки та міжнародної конкуренції, доповнення існуючих та визначення нових орієнтирів регулювання інвестиційних процесів та активізації інвестиційної діяльності в перехідній економіці потребує доопрацювання, особливо враховуючи сучасний стан вітчизняної економіки та хронічного дефіциту інвестиційного капіталу.

Мета роботи полягає у вдосконаленні теоретико-методологічного базису регулювання інвестиційної діяльності з урахуванням особливостей перехідної економіки.

Викладення основного матеріалу дослідження. Країни з перехідною економікою часто використовують обмінний курс в якості основного інструменту стабілізаційної політики. Незважаючи на різноманітність режимів обмінних курсів, коливання валютних курсів країн з перехідною економікою мають подібні тенденції: на початку перехідного періоду спостерігається різке падіння номінальної та реальної вартості валюти, що супроводжується підвищенням реального обмінного курсу внаслідок зростання внутрішньої інфляції. У цьому контексті оглянемо теоретичні основи рівноважного реального обмінного курсу та емпірично проаналізуємо обмінні курси у деяких перехідних.

Реальний обмінний курс (*RER*) зазвичай визначається як номінальний обмінний курс з поправкою на рівень цін закордоном. Очевидно, що стабільність реального обмінного курсу в перехідній економіці є важливим чинником інвестиційного клімату та індикатором економічного розвитку. Серед факторів укріплення обмінного курсу в перехідній економіці виділяють кількісні – покращення сальдо поточного рахунку внаслідок покращення умов торгівлі та збільшення потоків капіталу, та якісні – наприклад, в результаті дії ефекту Балаша-Самуельсона. Дія ефекту має декілька тлумачень, однак для перехідних економік найбільш ймовірним є те, згідно якої продуктивність праці у секторі *tradables* у порівнянні із *non-tradables* є відносно вищою, це

позначається на цінній динаміці, незважаючи на те, що згідно ефекту, паритет купівельної спроможності (ПКС) відноситься до ринку *tradables* [1, с. 8–9]. В такому випадку, оскільки в перехідній економіці обсяги капітальних надходжень в першому секторі переважають, реальний обмінний курс зростає вищими темпами.

Певним упередженням з цього є т.з. «голландська хвороба», ефект якої на певній стадії є близьким до ефекту Балаша-Самуельсона, однак її довготермінові наслідки є вкрай негативними. Яскравим прикладом таких протилежностей являються деякі постсоціалістичні (Чехія, Угорщина, Польща) та пострадянські країни (Росія, Казахстан, Азербайджан). Ґрунтовне тестування ефекту Балаша-Самуельсона на прикладі країн ЦСЄ здійснили дослідники Л. Галперн та Ц. Виплош, які емпірично виявили присутність ефекту: зростання продуктивності в промисловості призводить до зміцнення національної грошової одиниці, сфері послуг – послаблення [2, с. 14]. Зважаючи на особливості розвитку української економіки (навіть не беручи до уваги події після 2014-го року), зауважимо, що підстави для досягнення ефекту Балаша-Самуельсона існують, аналогічно, пастка «голландської хвороби» також є ймовірною. Спробуємо протестувати зазначені ймовірності через визначення стаціонарності показників обмінного курсу в деяких країнах Центрально-Східної Європи (ЦСЄ). Для цього нами було проведено тест на стаціонарність за методикою ADF (англ. – Augmented Dickey–Fuller test), згідного якого ми отримали такі результати (табл. 1).

Таблиця 1 – Тест ADF на стаціонарність показників обмінного курсу в Чехії, Угорщині, Польщі, Румунії та Україні

Показники	Логарифми рівнів			Перші різниці		
	1	2	3	1	2	3
<i>REER_{CZECH}</i>	-1,94	-1,39	-1,24	-5,19***	-5,01***	-3,86*
<i>REER_{HUNG}</i>	-3,14*	-1,91	-1,54	-6,37***	-5,77***	-5,16***
<i>REER_{POL}</i>	-4,50**	-3,03	-3,03	-5,79***	-4,63**	-4,38**
<i>REER_{ROM}</i>	-3,09	-2,54	-3,39*	-5,65***	-3,46*	-3,14
<i>REER_{UKR}</i>	-2,51	-2,32	2,78	-4,53**	-3,00	-4,36**

Джерело: складено автором на основі [3]

Як видно, нульову гіпотезу про нестационарність показника реального ефективного обмінного курсу (REER) можна відкинути на рівні всіх параметрів статистичної значущості (крім Польщі на рівні 5 %). Як відомо, якщо гіпотезу про нестационарність можна відкинути для перших різниць, це означає наявність так званого одиничного кореня, тобто, відповідно про проведеного тесту, майже всі перші

різниці демонструють стаціонарність (за винятком України на рівні 5%). У наведених результатах найбільш слабка стаціонарність прослідковується саме для України.

Звісно, для перехідних економік нестабільний обмінний курс є об'єктивним процесом, хоча б з огляду на зміну продуктивності праці в порівнянні до найбільших країн партнерів. Як зауважує А. Черемухін, якщо різниця у продуктивності нестаціонарна, то і обмінний курс матиме одиничний корінь [4, с. 44]. Це чітко простежується у нашому дослідженні, що означає можливість присутності ефекту Балаша-Самуельсона, про який йшлося раніше. Зокрема, це відповідає динаміці обмінного курсу проаналізованих країн ЦСЄ. У випадку з Україною, про наявність ефекту можна говорити відносно періоду до «повальної» девальвації гривні починаючи з 2014-го року. Незважаючи на це, волатильність обмінного курсу може сприяти інтернаціоналізації виробництва не пригнічуючи економічну активність на внутрішньому ринку. Зміни валютних курсів можуть також впливати на динаміку прямих іноземних інвестицій (ПІ) через фактор заробітної плати та добробуту [5, с. 6]. Однак таке твердження переважно відповідає логіці «зрілої» економіки, в якій працюють об'єктивні закони ринку або такій, що застосовує керований обмінний курс, наприклад, Китай.

Динаміка реального та номінального обмінних курсів (рис. 1) демонструє періодичні розбіжності у рівнях в різні періоди. Як видно, позитивна динаміка REER супроводжувалась зростанням обсягів надходження інвестицій до України (2010–2014 рр.), тобто існує кореляція між зазначеними показниками.

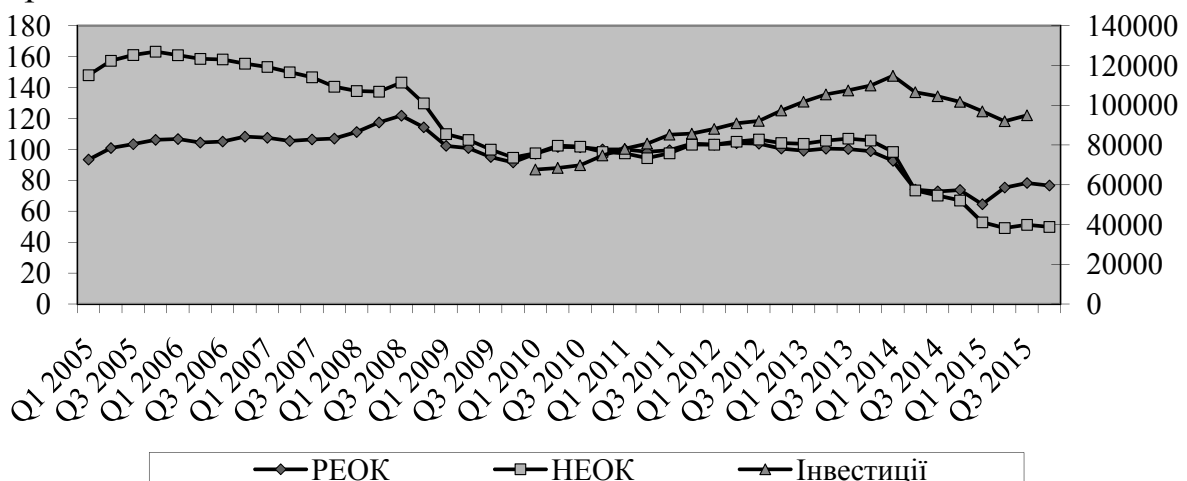


Рис. 1. Динаміка реального (РЕОК) та номінального (НЕОК) обмінних курсів в Україні, 2005–2015 рр. (квартальні дані; відповідно до попереднього періоду) та загальних інвестицій (прямих та портфельних) до України (млн дол. США)

Джерело: складено автором на основі [3; 6]

Разом із стабільним рівнем інфляції у окреслений період, динаміка обмінного курсу позитивно сприяли інвестиційному процесу. Для нівелювання негативних наслідків знецінення національної грошової одиниці у моменти різкої девальвації (Україна у 2008-му та 2014-му рр.) уряди повинні застосовувати облікову ставку як стимулюючий фактор для інвестицій, з одного боку, та підвищувати резервні вимоги для банків, з іншої, – для оздоровлення банківської системи. Поряд із збалансованою податковою системою та приватизацією, зазначені методи спроможні стабілізувати ринок капіталів та активізувати інвестиційні процеси.

Цінова нестабільність в перехідних економіках є одним з факторів, що погіршує інвестиційний клімат в економіці. Для контролю за рівнем інфляції в перехідних економіках, наприклад в Словаччині, Польщі, Чехії, Угорщині, запроваджують режим інфляційного таргетування. Інфляційне таргетування (ІТ) часто використовують переважно з метою пошквалювання зростання та стабілізації розвитку в економіці. Доцільність застосування цього інструменту було доведено в дослідженнях Дж. Джонаса, Ф. Мішкіна, Б. Бернарке, Н. Батіні, Д. Лакстона та ін. як важливого елементу комплексної роботи центрального банку ЦБ у перехідній економіці. Важливим аналіз саме цього заходу викликаний зокрема і через оголошений НБУ в березні 2016-го року перехід до інфляційного таргетування. Модель ІТ базується на ідеї незалежності ЦБ, який завдяки процентній ставці, як інструмента монетарної політики, може забезпечити цінову стабільність через кількісні інфляційні цілі/таргети (без грошової експансії). За цієї парадигмою, монетарна політика є фундаментальним засобом досягнення макроекономічної рівноваги [7], де ціновий контроль, на відміну від інших цілей, є пріоритетним завданням для ЦБ [8, с. 2–4].

Ефективність застосування режиму ІТ залежить від конкретних передумов, таких як: інституційна незалежність, добре розвинена інфраструктура, цілісна економічна структура, здорова фінансова система [9, с. 20–21]. Оскільки відповідність усім перерахованим вимогам є вкрай складним завданням, для перехідних економік допускається щонайменше відповідати основним передумовам (інституційна незалежність, ефективність діяльності ЦБ, стабільна банківська система) для започаткування нової монетарної політики з подальшим плануванням та

забезпеченням позитивних інституційних змін [10, с. 17]. Тобто, для успішної реалізації ідеї ІТ економіка повинна бути готовою, саме тому режим ІТ для різних категорій країн – розвинених і перехідних має різний ефект, конкретніше, ризикованість для економіки від запровадження режиму ІТ в перехідній економіці є вищою за розвинену економіку. Науковці це пов'язують з певними інституційними (наприклад, корупція, структурний дисбаланс фінансового сектору), не-економічними (політична нестабільність) та зовнішніми факторами (зовнішня заборгованість) [11, с. 6]. Проведені емпіричні дослідження доводять цю тезу: навіть враховуючи ефективність здійснення монетарної трансмісії та ефект «публічної заяви», в порівнянні із розвиненими економіками результати в перехідних поступались [11, с. 21–23]. Адже застосування цього інструменту доцільно насамперед при стабільній економічній ситуації та за відповідних макроекономічних умов. Саме тому на сьогодні мало країн застосовують ІТ у його класичному розумінні, а використовують його більше як додатковий інструмент при проведенні макроекономічної політики та формуванні позитивного інвестиційного іміджу. Не дарма Б. Бернарке стверджує, що ІТ «... краще сприймати як основу політики, а не правило» [12, с. 2]. Крім того, важливим є достовірність проголошених інфляційних цілей, тому завдання ЦБ полягає у досягненні максимально наближеного значення рівня інфляції до проголошеного. Для цього регулятор повинен задіяти усі доступні інструменти, оскільки ефект передбачливості інфляційної політики має велике значення для позитивних очікувань інвесторів. Тому, наприклад, у Бразилії, Великобританії чи Туреччині в разі недотримання таргету інфляції керівник ЦБ повинен направити міністру фінансів чи уряду відкритого листа із зазначенням причин відхилення, необхідних заходів і часового горизонту, протягом якого ці заходи стануть ефективними [13].

Аналогічно, здорова та цілісна фінансова система також є необхідною умовою для успішності проведення ІТ. Якщо банківська система перебуває в ослабленому стані, ЦБ не може підняти процентні ставки для підтримки цільового рівня інфляції, оскільки це, ймовірно, призведе до колапсу фінансової системи – валютної та фінансової кризи. Реакцією ринків на слабкість банківської системи буде «розворот» потоків капіталу з країни («раптова зупинка», «втеча»), що призведе до різкого знецінення обмінного курсу). Такі наслідки тільки підвищать

тиск на рівень інфляції. Далі, знецінення національної валюти погіршить борговий тягар вітчизняних фірм, номінований в іноземній валюті, натомість активи фірм, виражені в національній валюті, значно знецінюватимуться. Таким чином, як зауважує Ф. Мішкін, погіршення балансів підприємств ускладнює селекцію та підвищує ризикованість кредитного ринку, що призводить до різкого зниження інвестиційної та економічної діяльності, і, зрештою, повного краху банківської системи [14, с. 26]. Порятунком банківської системи потребуватиме значних зовнішніх «ін'єкцій» та зростання державних зобов'язань, що зведе нанівець запроваджений режим ІТ.

Серед найважливіших факторів здорової банківської системи є облікова процентна ставка (ставка рефінансування), яку встановлює та регулює ЦБ. З поглибленням глобалізації світової економіки, рівень процентних ставок в найбільш розвинених країнах поступово знижувався, що впливало на рівень процентних ставок в інших відкритих економіках, у тому числі перехідних [15, с. 4–5]. Вважається, що стабілізаційна політика через інвестиційну складову полягає у її реакції на зміни процентних ставок. Висока чутливість інвестицій свідчить про жорстку грошово-кредитну політику та слабку фіскальну. Більшість макроекономічних теорій побудовані на ідеї зниження облікової процентної ставки (особливо у кризові часи) на інвестиції як основного монетарного чинника регулювання ринку (експансійна монетарна політика). ЦБ виходить на відкритий ринок та купує цінні папери комерційних банків, що покращить їх баланс резервних активів та активність на ринку надання кредитів, що пожвавлює інвестиційну активність суб'єктів економіки. Понижуючи процентну ставку, ЦБ також здатен пожвавити кредитну та інвестиційну активність в економіці. Таким чином, застосовуючи інструменти грошово-кредитної політики, ЦБ здатен активізувати інвестиційні процеси в економіці, однак варто зауважити, що використовуючи монетарні чинники, слід очікувати також інфляційні наслідки. Ще одним негативним ефектом від здійснення цієї політики можуть стати «бульбашки» на ринку нерухомості. Аналіз зазначеної проблеми в Україні було досліджено В. Шевчуком, який в своїх чисельних дослідженнях емпірично доводив проблему надмірного монетарного фактору та нехтування певними інвестиційними можливостями [16, с. 121]. Тобто під час

експансійної монетарної політики, ЦБ не може переслідувати одночасно і проблему браку інвестиційної активності, і зростання доходу та інфляції. Тому необхідно здійснювати балансуєчу політику щодо подолання окреслених проблем. Протилежною до експансійною вважають рестракційну грошово-кредитну політику. Її застосування також є необхідним у разі загрозливих інвестиційних наслідках від надлишкової грошової маси на ринку.

Для перехідних економік, особливо у посткризові часи, ЦБ повинен максимально ефективно та масштабно реалізовувати свою політику: через стабілізацію номінальних показників відбуватиметься стабілізація реальних значень ключових макроекономічних показників. Йдеться за формування таких макроекономічних умов, в яких стабільний обмінний курс, адекватний обсяг грошової маси (без надмірних інфляційних наслідків) та ринкове ціноутворення на фінансові ресурси сприятимуть інвестиційним процесам. У зазначеному контексті ми здійснили порівняльний аналіз квартальних показників грошової маси, процентних ставок по кредитах і депозитах та індексів споживчих цін в чотирьох країнах – Чехії, Румунії, Угорщини та України, який дозволив виявити, що, на відміну від України, в країнах помітна сильна кореляція між показниками грошової маси та цін (коефіцієнт кореляції більше 0,9), натомість в Україна подібний взаємозв'язок був лише до 2006–2013 рр., а починаючи з 2014-го року коефіцієнт кореляції лише на рівні 0,15, що свідчить про немонетарний фактор інфляції в останні роки (припускаємо, що це пов'язано із сильною девальвацією гривні). Також зауважимо, що на фоні стабільних показників інфляції, в досліджуваних країнах ЦСЄ відбувається зменшення процентних ставок, що відповідає логіці ринкової економіки, натомість, в Україні, навіть в періоди падіння темпів інфляції, зниження процентних ставок не відбувалось, що свідчить про неринкову поведінку банківської системи.

Розглянемо детальніше ситуацію в Україні. Передумовою фінансово-економічних кризових тенденцій починаючи з 2008 року стала відсутність повноцінної стратегії фінансової стійкості, серед головних причини якої була деструктивна банківська система, неспроможна забезпечити конкурентоспроможну пропозиція на внутрішньому ринку. Період 2002-2007 рр. в Україні прийнято називати кредитним «бумом», оскільки саме в цей період банківський ринок

демонстрував зростання понад 300 % з характерними постійними надприбутками. Серед головних тенденцій у банківському секторі стало саме укрупнення банків (поява т.з. «системних банків»), натомість об'єктивна потреба вітчизняної економіки в той час була саме в розвитку малих банків. Враховуючи перманентний нестійкий стан вітчизняної економіки як перехідної, саме малі банки в протиположності «системним», мали б проявити більшу ліквідність.

В періоди криз в перехідних економіках із нестійкою фінансовою системою відбувається стрімкий процес «відтоку» капіталу (як правило з систем транснаціональних банків, які належать до великих). За даними МВФ, в період 2007–2014 рр. Україна належала до групи країн із «відтоком» капіталу на рівні від -50 до -99 %. Внаслідок цього значно зменшувались резервні активи, що напряду збільшило ризик неплатоспроможності економіки. Так, за даними НБУ, резервні активи в Україні протягом 2014-го року зменшились майже на 13 млрд дол. США і склали 7,53 млрд, а чиста інвестиційна позиція (ЧІП) за цей період зменшилась на більше ніж 12 млрд до позначки -64,03 млрд, відбулась безпрецедентна девальвація національної грошової одиниці. Станом на середину 2015-го року чисту інвестиційну позицію вдалося покращити до -58,6 млрд (рис. 2) [17].

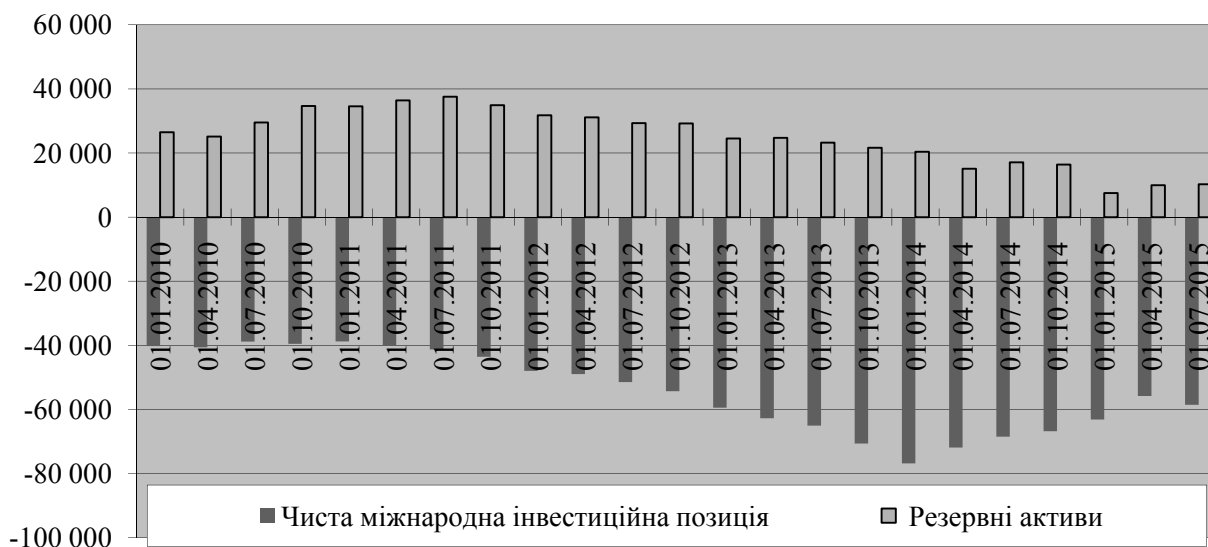


Рис. 2. Резервні активи та ЧІП України, млн. дол. США

Джерело: складено автором на основі [17]

В Україні інвестиційна сфера працює за принципом «чим кращий кредитний потенціал, тим більш привабливий регіон для інвестора». Насправді, за таким принципом, т.з. «коло бідності» буде лише

звужуватись. Конструктивним є той варіант, коли пропозиція на банківському ринку формується внаслідок підвищення платоспроможності внутрішнього сукупного попиту з боку юридичних та фізичних осіб. У цьому випадку банківська система повинна виступати у ролі каталізатора економічного розвитку, що позитивно впливатиме в кінцевому результаті на інвестиційну привабливість. Якщо звернути увагу на розвиток банківської системи (кількість банківським відділень) та обсяги ПІІ по областях України, то можна побачити щільний зв'язок між зазначеними показниками. Найбільше банківських відділень – понад 1000 од., в Україні знаходяться в м. Києві, Дніпровській, Донецькій, Львівській, Одеській, Харківській областях (понад 600 од. в Запорізькій, Луганській, Київській, Полтавській та Черкаській областях) [6]. Зазначені області також відзначаються найбільшими показниками ПІІ в Україні. Виключенням є Івано-Франківська область, яка демонструє порівняно високі обсяги ПІІ на фоні відносно меншої розгалуженості банківської системи.

Висновки. Державне стимулювання інвестиційної діяльності повинно здійснюватися у взаємодії внутрішніх та зовнішніх макроекономічних чинників, таких як реальний обмінний курс національної грошової одиниці, рівень інфляції та облікова процентна ставка. Важливо, що обмінний курс національного грошової одиниці відображає здатність перехідної економіки адаптуватись до умов вільного ринку та міжнародної конкуренції, відтак його динаміка повинна відповідати об'єктивним нормам. Не відкидаючи доцільність застосування режиму інфляційного таргетування, існують упередження щодо використання цього інструменту у його класичному вигляді, натомість, впровадження елементів таргетування з метою прозорого та стабільного ціноутворення для формування позитивних інвестиційних очікувань є доцільним. Насамкінець, політика регулювання облікової ставки повинно розраховуватись на середньо- та багатострокову перспективу і здійснюватись у відповідності до передумов ринкової кон'юнктури з урахуванням інтересів усіх суб'єктів економічної діяльності.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ:

1. Kim B.-Y. Equilibrium exchange rates in transition countries: Evidence from dynamic heterogeneous panel models [Електронний ресурс] / B.-Y. Kim, I. Korhonen // BOFIT Discussion Papers. – No.15, 2002. – Bank of Finland, Institute for Economies in Transition. – Режим доступу: <http://www.suomenpankki.fi/pdf/106270.pdf>.

2. Halpern L. Economic Transformation and Real Exchange Rates in the 2000s: the Balassa-Samuelson Connection [Електронний ресурс] / L. Halpern, C. Wyplosz // United Nations Economic Commission for Europe. Economic Survey of Europe, 2001. – No 1. P. 227–239. – Режим доступу: http://econpapers.repec.org/paper/ecedisrap/2001_5f1.htm.
3. International Monetary Fund [Електронний ресурс] / International Financial Statistics. – Режим доступу: <http://data.imf.org/?sk=5DABAFF2-C5AD-4D27-A175-1253419C02D1>.
4. Черемухин А. Паритет покупательной способности, причины отклонения курса рубля от паритета в России [Електронний ресурс] / А. Черемухин // Институт экономики переходного периода. – М., 2004. – 97 с. – Режим доступу: <http://iep.ru/files/text/usaid/PPP.pdf>.
5. Goldberg L.S. Exchange Rates and Foreign Direct Investment / L.S. Goldberg // Princeton Encyclopedia of the World Economy. – Режим доступу: <https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/economists/goldberg/ERandFDIArticleGoldberg.pdf>.
6. Офіційна інтернет-сторінка НБУ [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/control/uk/index>.
7. Lurrabaquio O.P. The Non-Linear Relationship Between Inflation and Economic Growth in Mexico [Електронний ресурс] / O.P. Lurrabaquio // Problemas del Desarrollo. – February 5, 2013. – Режим доступу: http://www.probdes.iiec.unam.mx/en/revistas/v45n177/body/v45n177a6_1.php
8. Mishkin F.S. Inflation Targeting In Emerging Market Countries [Електронний ресурс] / F.S. Mishkin // NBER Working Paper No.7618. – National Bureau of Economic Research. – March 2000. – Режим доступу: <http://www.nber.org/papers/w7618.pdf>.
9. Batini N. Under what conditions can inflation targeting be adopted? The experience of emerging markets [Електронний ресурс] / N. Batini, D. Laxton // Central Bank of Chile Working Papers, No. 406. – December, 2006. – Режим доступу: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download>.
10. Soskic D. Inflation Targeting Challenges In Emerging Market Countries: The Case Of Serbia [Електронний ресурс] / D. Soskic // Economic Annals, Volume LX, No. 204. – January – March 2015. – Режим доступу: <http://www.doiserbia.nb.rs/img/doi/0013-3264/2015/0013-32641504007S.pdf>.
11. Fouejieu A.A. Inflation Targeting and Country Risk: an Empirical Investigation [Електронний ресурс] / A.A. Fouejieu, S.Roger // IMF Working Paper. – January, 2013. – Режим доступу: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp1321.pdf>.

12. Bernarke B.S. Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy? [Електронний ресурс] / B.S. Bernarke, F.S.Mishkin // NBER Working Paper No. 5893. – January 1997. – Режим доступу: <http://www.nber.org/papers/w5893.pdf>.
13. Чи стане інфляційне таргетування порятунком для гривні [Електронний ресурс] / Ф. Інденбаум // Forbes-Україна. – 11 квітня, 2016. – Режим доступу: <http://forbes.net.ua/ua/opinions/1414407-chi-stane-inflyacijne-targetuvannya-poryatunkom-dlya-grivni>.
14. Mishkin F.S. Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective [Електронний ресурс] / F.S.Mishkin // Federal Reserve Bank of New York; Graduate School of Business, Columbia University and National Bureau of Economic Research. – May 1996. – Режим доступу: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.545.1297&rep=rep1&type=pdf>
15. Global Savings, Investment, and World Real Interest Rates [Електронний ресурс] / B. Desroches, M. Francis // Bank of Canada Review. – Winter, 2006–2007. – 17 p. – Режим доступу: <http://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2010/06/desroches.pdf>
16. Шевчук В.О. Передумови та загрози «перегріву» ринку нерухомості та механізми його врегулювання / В.О. Шевчук // Стратегічні пріоритети, №1. – Науково-аналітичний щоквартальний збірник Національного інституту стратегічних досліджень, К., 2006 р. – С. 118–127.
17. Динаміка міжнародної інвестиційної позиції України / Офіційна інтернет-сторінка НБУ [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://bank.gov.ua/control/uk/publish/articleshowHidden=1&art_id=65613&cat_id=44446#3.