

УДК 336.71

Стабільність валютного курсу як пріоритет грошово-кредитної політики

Малахова О.Л.

кандидат економічних наук,
доцент кафедри банківської справи
Тернопільського національного економічного університету

Марусин М.В.

студентка факультету банківського бізнесу
Тернопільського національного економічного університету

У статті розглянуто теоретичні аспекти валютного таргетування як альтернативного напрямку монетарного регулювання. Досліджено і охарактеризовано основні режими грошово-кредитної політики в розрізі провідних країн світу. Здійснено ґрунтовний аналіз переваг та недоліків режиму інфляційного та валютного таргетування, дослідження впливу зміни режиму валютного курсоутворення на макроекономічні показники досліджуваних країн.

Ключові слова: валютне таргетування, Національний банк України, валютний курс, інфляція, валютне регулювання, девальвація.

Малахова Е.Л., Марусин М.В. СТАБИЛЬНОСТЬ ВАЛЮТНОГО КУРСА КАК ПРИОРИТЕТ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

В статье рассмотрены теоретические аспекты валютного таргетирования как альтернативного направления денежно-кредитной политики. Исследованы и охарактеризованы основные режимы денежно-кредитной политики в разрезе ведущих стран. Проведен всеобъемлющий анализ преимуществ и недостатков режимов инфляционного и валютного таргетирования. Исследовано влияние режима формирования валютного курса на макроэкономические показатели изучаемых стран.

Ключевые слова: валютное таргетирование, Национальный банк Украины, валютный курс, инфляция, валютное регулирование, девальвация.

Malakhova E.L., Marusyn M.V. STABILITY OF EXCHANGE OF RATE AS THE PRIORITY OF THE MONEY AND CREDIT POLICY

In the article theoretical aspects of monetary targeting as an alternative direction of monetary regulation. Investigated and characterized the basic modes of monetary policy in the context of leading countries of the world. The authors carried out a comprehensive analysis of the advantages and disadvantages of the regime of inflation targeting and monetary. The article made the study of the influence of regime change in currency exchange rate mechanism effects on the macroeconomic performance of the studied countries.

Keywords: currency targeting, the national bank of the Ukraine, exchange rate, inflation, currency exchange regulation, devaluation.

Постановка проблеми у загальному вигляді. Стрімкі зміни, що відбуваються в економіці країни, обумовлюють пошук ефективного режиму грошово-кредитної політики, що, своєю чергою, має як теоретичне, так і практичне значення. Серед цих змін особливу увагу привертає погіршення показників економічного розвитку, зростання рівня доларизації економіки, а також перехід до плаваючого валютного курсу.

В економічній літературі вже тривалий час іде дискусія щодо визначення пріоритетних цілей грошової політики, які можна звести до питання про те, що є її головною метою – підтримка стабільного рівня цін (низького рівня

інфляції) чи забезпечення максимального рівня зайнятості. Саме тому необхідним є визначення вірного «номінального якоря», який являє собою деяку умову, обмежену зміною вартості національної валюти. Виходячи із цього, визначають різні види режимів таргетування, які мають свої передумови та характерні ознаки для країн із різним типом економіки. У даній роботі розглянемо передумови та можливі результати від уведення валютного таргетування в Україні. Причиною цього є не лише той факт, що даний режим є найдавнішим у грошовій політиці, але, головним чином, те, що метою грошово-кредитної політики України на сьогодні обрано режим

таргетування інфляції, що, на нашу думку, у теперішньому становищі є неефективним та недоцільним. Не менш важливо в даній ситуації враховувати міжнародну практику, яка на сьогодні дає змогу обрати оптимальний режим таргетування з урахуванням специфіки економічного розвитку країн із перехідною економікою та необхідні передумови для його ефективною реалізації.

Аналіз останніх досліджень і публікацій.

Питання валютного таргетування не є широко досліджуваними як у вітчизняній, так і зарубіжній літературі. Проте окремі його аспекти є досить обговорюваними в наукових колах, зокрема проблеми зростання доларизації економіки та оголошений Україною перехід від політики фіксованого обмінного курсу до плаваючого. Особливості режиму валютного таргетування досліджували О.В. Мулярчук, Л.М. Рябініна та Н.М. Шморгай. Світовий досвід таргетування номінального курсу національної валюти в країнах, що розвиваються, став предметом комплексного наукового аналізу таких економістів: М. Кігуела, Р. Дорнбуша, С. Родрігеза, Г.А. Кальво, А. Дразена, С.А. Вейта. Таргетуванню реального курсу національної валюти присвячені дослідження С.Р. Мойсеєва, Дж.А. Кальво, С. Рейнхарда та С. Вейта. Різні аспекти ефективності грошово-кредитної політики і регулювання валютного курсу представлені в роботах О.В. Дзюблюка, В.Є. Леонтьєва, М. Єпіфанова, Ф. Журавка та ін.

Формулювання цілей статті (постановка завдання). Метою дослідження є детальний аналіз передумов необхідного введення режиму валютного таргетування та визначення результативності його використання за сучасних економічних умов, зокрема з урахуванням можливості запровадження зарубіжного досвіду та практичних здобутків міжнародної економічної спільноти.

Виклад основного матеріалу дослідження. У сучасних умовах точаться запеклі дискусії щодо вибору Національним банком України цільових орієнтирів монетарної політики, оскільки в Постанові «Про основні засади грошово-кредитної політики на 2016–2020 роки» від 18.08.2015 р. № 541 [1] було задекларовано перехід до інфляційного таргетування. Значна кількість провідних фахівців вважає таку зміну цільових орієнтирів украї невчасною. За таких обставин пріоритетним нині залишається з'ясування економічної сутності та механізму впливу режимів грошово-кредитної політики центрального банку на перебіг економічних процесів у країні.

Загалом, режим грошово-кредитної політики представляє собою сукупність правил і процедур проведення центральним банком монетарної політики. Ключовою характеристикою цього режиму є вибір проміжного цільового орієнтиру – номінального монетарного показника, який займає проміжне місце між операційною і кінцевою цілями грошово-кредитної політики. Основне призначення проміжного орієнтира – полегшити процедуру напрацювання та прийняття рішень щодо вектору монетарної політики, зробити її більшою мірою прозорою та зрозумілою. Це обумовлено тим, що взаємозв'язок між кінцевою та проміжною цілями грошово-кредитної політики вкрай складний і не завжди до кінця зрозумілий. Імпульси монетарної політики, які надсилаються економіці через операції та інструменти центрального банку, позначаються на динаміці загального рівня цін із певним часовим запізненням (лагом).

Щоб забезпечити ефективність застосування проміжного орієнтиру, останній повинен відповідати таким критеріям:

1) достатньо легко піддаватися контролю за допомогою операційної цілі монетарної політики, тобто між даними показниками повинен бути стійкий взаємозв'язок із незначною (прийнятною) кількістю лагів;

2) гарантувати контроль центрального банку над кінцевою ціллю монетарної політики, тобто повинен бути стійкий взаємозв'язок між ним і динамікою цін в економіці також із прийнятним часовим лагом.

Показник, що відповідає цим критеріям, може слугувати не тільки «компасом» для прийняття рішень стосовно операційної цілі, але й виконувати роль:

а) випереджаючого індикатора інфляції (його зростання обумовлює підвищення загального рівня цін в економіці);

б) показника монетарного імпульсу (оскільки він змінюється в результаті дій центрального банку) [2, с. 252].

У світовій економіці, як відомо, існує три основні режими грошово-кредитної політики, а саме: таргетування обмінного курсу, монетарне таргетування та інфляційне таргетування. За даними Міжнародного валютного фонду (МВФ), у 2014 р. найбільш розповсюдженим був режим таргетування обмінного курсу – його використовували 48,2% країн – членів МВФ. На другому місці за популярністю – інфляційне таргетування (17,8%), на третьому – режим таргетування грошових агрегатів, які застосовують 13,6% країн –

учасниць МВФ (табл. 1). Більше як 20% країн використовують інші види режимів.

Починаючи з 2000 р. Національний банк України (НБУ) фактично проводить політику умовно фіксованого курсу гривні до долара США за одночасних спроб продовжувати вплив на обсяги кредитування і ліквідності в економіці (формально використовуючи достатньо широкий набір інструментів). На відміну від режиму currency board курс гривні не зафіксований постійно – НБУ залишає за собою право його змінювати за певних умов (до прикладу, невеликої ревальвації весною 2005 р.). Такий режим, який можна віднести

до числа «проміжних» або «гібридних», здатний працювати, втім, тільки в умовах закритої або напівзакритої економіки [4].

Варто відзначити, що лише з 2016 р. «Національний банк досягатиме цінової стабільності шляхом дотримання кількісних цілей щодо інфляції. Такі цілі встановлюватимуться Радою Національного банку на підставі пропозицій Правління Національного банку та матимуть на меті поступове зниження інфляції в Україні до рівнів, сумісних із ціновою стабільністю» [1].

Важливим моментом є визначення проміжної мети перед вибором конкретного режиму

Таблиця 1

Режими грошово-кредитної політики в розрізі країн [3, с. 4]

Режим	Таргетування обмінного курсу	Монетарне таргетування	Інфляційне таргетування	Інше
Кількість країн	48,2% країн – учасниць МВФ (92 країни)	13,6% країн – учасниць МВФ (26 країн)	17,8% країн – учасниць МВФ (34 країни)	20,4% країн – учасниць МВФ (39 країн)
У тому числі	Данія Казахстан Литва Латвія ОАЕ Хорватія та інші	Аргентина Китай Казахстан Україна Узбекистан Таджикистан та інші	Австралія Великобританія Канада Мексика Норвегія Польща Чехія Японія та інші	Білорусь Індія Росія Швейцарія США країни Зони євро та інші

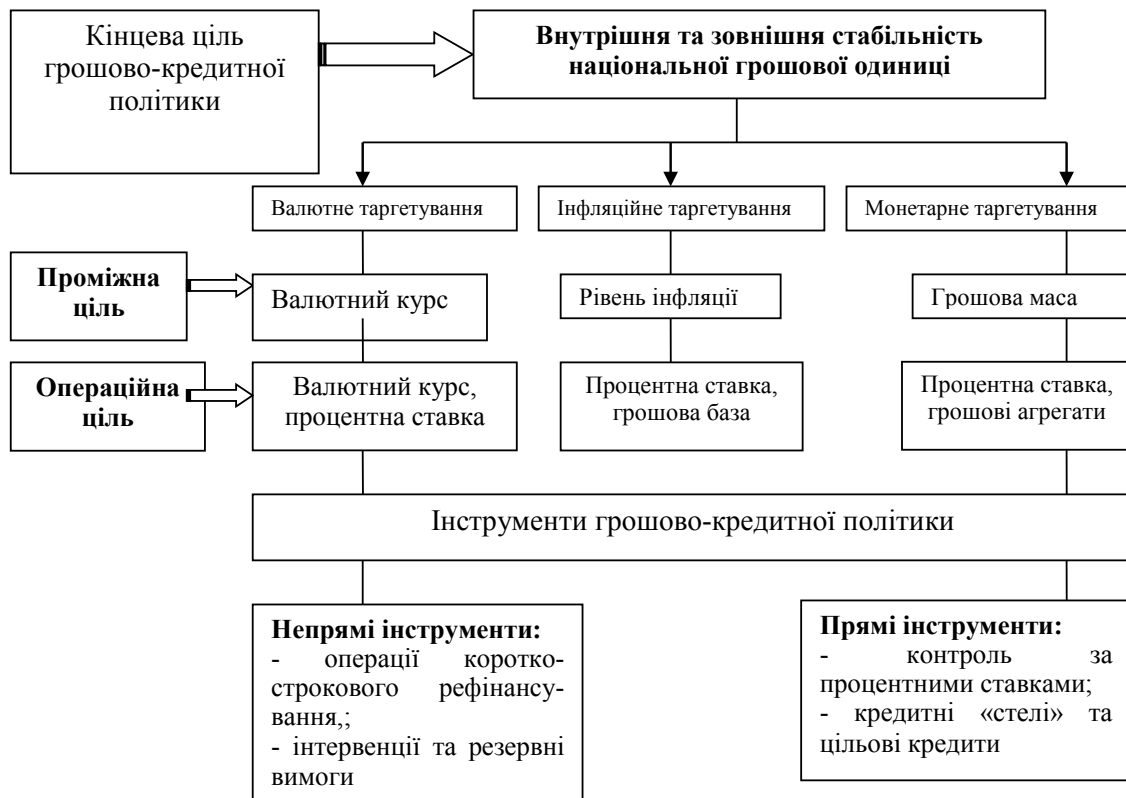


Рис. 1. Основні режими таргетування грошово-кредитної політики [6, с. 17–20]

Переваги і недоліки режиму інфляційного та валютного таргетування [3; 7]

РЕЖИМ ВАЛЮТНОГО ТАРГЕТУВАННЯ	РЕЖИМ ІНФЛЯЦІЙНОГО ТАРГЕТУВАННЯ
ОСНОВНІ ПЕРЕВАГИ	
<p>мета центрального банку і методи її досягнення є зрозумілими для суспільства і не потребують додаткових роз'яснень;</p> <p>прив'язка валютного курсу до валюти країни з низькою інфляцією викликає довіру у суб'єктів господарювання до макроекономічних показників;</p> <p>зменшуються трансакційні витрати і непевність у міжнародній торгівлі, стимулюючи останню;</p> <p>за фіксованого валютного курсу населенню легше визначити, чи дотримується центральний банк запланованих макроекономічних показників;</p> <p>у короткостроковій перспективі центральний банк може достатньо легко контролювати валютний курс шляхом прямих валютних інтервенцій;</p> <p>встановлюється номінальний якір, який прив'язує внутрішній рівень інфляції до темпів зростання цін і, таким чином, стримує інфляцію;</p> <p>номінальний якір цільового показника валютного курсу фіксує темп інфляції для торгових товарів і, таким чином, сприяє безпосередньому контролю над інфляцією;</p> <p>якщо існує довіра до цільового показника валютного курсу, це прив'язує інфляційні очікування до темпу інфляції в тій країні, до валюти якої прив'язана національна валюта; таргетування валютного курсу забезпечує автоматичне правило для проведення грошової політики</p>	<p>забезпечення високого рівня довіри з боку населення до політики центрального банку та зниження інфляційних очікувань;</p> <p>забезпечення гнучкої валютно-курсової політики центрального банку;</p> <p>зменшення економічних утрат унаслідок усунення невизначеності в суспільстві щодо можливих кроків грошово-кредитної політики;</p> <p>створення умов для збалансованого розвитку всіх секторів і галузей економіки, що забезпечить сталий економічний розвиток країни;</p> <p>збереження в умовах нестабільного попиту на гроші ефективності монетарної політики та посилення її дієвості;</p> <p>динаміка інфляційних процесів (особливо в країнах із перехідною економікою) знаходиться під впливом факторів, які недостатньо контролюються центральним банком;</p> <p>замість встановлення в якості цільового показника індексу споживчих цін, центральні банки використовують показники «базової інфляції», які є «очищеними» від впливу зовнішніх факторів. Це може призвести до невірної трактування суб'єктами економічної діяльності поточного стану економіки;</p> <p>у разі невдачі монетарної політики економічні витрати за режиму таргетування інфляції нижчі, ніж за інших режимів;</p> <p>встановлення чіткої інфляційної цілі збільшує відповідальність центрального банку і дає змогу уникнути фіскальної домінації</p>
ОСНОВНІ НЕДОЛІКИ	
<p>високий рівень залежності монетарної політики центрального банку від зовнішньоекономічних факторів;</p> <p>у разі значного рівня доларизації існують ризики дестабілізації фінансової системи внаслідок впливу валютних криз;</p> <p>за умови відкритості економічної системи, зростає притік короткострокового (переважно) спекулятивного іноземного капіталу;</p> <p>підвищується залежність монетарної політики від зовнішньоекономічних факторів;</p> <p>суттєво зменшується кількість важелів впливу центрального банку на грошово-кредитну політику;</p> <p>зростає ризик спекуляції проти національної валюти країни, особливо якщо останній не вистачає довіри серед населення;</p> <p>необхідною є повна узгодженість між грошово-кредитною та фіскальною політикою;</p> <p>підвищуються ризики дестабілізації фінансової системи країни внаслідок світових валютних криз</p>	<p>здебільшого бажаний цільовий показник «чистої інфляції» знаходиться в рамках заданого коридору лише протягом одного чи кількох періодів;</p> <p>підвищується вплив на динаміку інфляції факторів, які не контролюються центральним банком;</p> <p>інфляційне таргетування призводить до зростання волатильності валютного курсу, що може спричинити фінансову нестабільність;</p> <p>занадто високий рівень свободи центрального банку у прийнятті рішень не завжди є виправданим;</p> <p>інфляційне таргетування не працює в тих країнах, які не виконують необхідних передумов;</p> <p>саме по собі таргетування інфляції є певною боротьбою зі зростанням цін за всяку ціну, яка несе в собі колосальні ризики як для фінансової системи, так і для економіки в цілому;</p> <p>обмеження можливостей стимулювання економічного росту і зниження безробіття;</p> <p>вплив на динаміку інфляції факторів, які не контролюються центральним банком</p>

таргетування, адже вона безпосередньо пов'язана із бажаним показником і може бути досягнута за допомогою монетарних інструментів [5, с. 74].

Так, таргетування грошової пропозиції спрямоване на підтримання заздалегідь визначеного рівня грошової маси в обігу з метою забезпечення стабільного попиту на гроші з боку суспільства. А таргетування валютного курсу має на меті підтримку стабільності обмінного курсу національної валюти відносно певної іноземної валюти або кошика валют. Що ж до таргетування інфляції, то його проміжною ціллю є безпосередньо дотримання певного показника інфляції. Інакше кажучи, інфляційне таргетування означає обрання певного рівня інфляції, який необхідно утримувати за допомогою засобів монетарної політики центрального банку. Основні види режимів таргетування грошово-кредитної політики відображені на рис. 1.

Потрібно відзначити, що кожен із трьох режимів грошово-кредитної політики має як свої переваги, так і свої недоліки. У табл. 2 систематизовано наукові думки щодо переваг та недоліків як інфляційного, так і валютного таргетування. Вочевидь, що на відміну від інфляційного таргетування, яке пристосоване до умов розвинутого ринкового середовища, валютне таргетування більшою мірою може бути використане в економіках країн, що розвиваються.

Отже, переваги таргетування валютного курсу пов'язані із меншою невизначеністю для економічних агентів на відміну від ситуації, пов'язаної із застосуванням режиму плаваючого курсу, а також можливістю імпортувати низьку інфляцію. Вочевидь, даний режим має своїми позитивними рисами і високий рівень інформативності для суспільства, оскільки валютний курс є таким «номінальним якорем», за яким легко спостерігати, низькі



Рис. 2. Ключові параметри валютного таргетування [8, с. 69–71]

інфляційні очікування, а також довіра суб'єктів господарювання до макроекономічних показників. Його недоліки є продовженням переваг, адже якщо фіксований курс не користується довірою, то він може піддаватися спекулятивній атаці, а у світі глобальних фінансів, де швидкість потоків капіталу багаторазово посилюється, центральний банк може відчувати серйозні труднощі під час спроби захисту від подібних атак. Відтак, слабкими місцями даного режиму є серйозна залежність монетарної політики від зовнішньоекономічних факторів, можливість притоку короткострокового спекулятивного капіталу, ризику дестабілізації фінансової системи внаслідок світових валютних криз [5, с. 74].

Оскільки предметом дослідження є валютне таргетування, то, на нашу думку, важливим є дослідження його основних економічних параметрів (рис. 2).

Як показує європейська практика, таргетування валютного курсу має декілька різновидів. Одна із форм у рамках простої класифікації цього напрямку грошово-кредитної політики – це режим жорсткої фіксації курсу національної валюти до валюти (валют) країни (країн). Окрім того, центральний банк може використовувати іншу форму через фіксацію діапазону коливань номінального валютного курсу, у межах якого він вільно «плаває» в заданому коридорі. Такий режим має перевагу, яка полягає в тому, що через більшу волатильність обмінного курсу й автономність центрального банку на ринку може бути зменшена інтенсивність руху короткострокового спекулятивного капіталу. При цьому надлишкова жорсткість курсового режиму, яка підпорядковує монетарну та макроекономічну політику, пев-

ною мірою пом'якшується. Центральний банк набуває операційну свободу зі використання монетарних інструментів, а грошово-кредитна політика перебуває в гнучкому стані.

У практиці монетарного регулювання часто застосовується третя форма режиму – «плаваюча» фіксація, за якої курс визначається переважно ринком. У такому випадку центральний банк запобігає надлишковому укріпленню національної валюти і, відповідно, підтримує конкурентоздатність вітчизняних товаровиробників. Усе це призводить до більшої гнучкості монетарної політики стосовно зовнішніх шоків. Свого часу політику управління валютним курсом прийняли такі європейські країни з перехідною економікою, як Чехія, Угорщина та Польща.

Міжнародний досвід свідчить, що для відкритих економік, які розвиваються, найбільш ефективним є саме режим валютного таргетування. Зокрема, Латвія з таким типом економіки обрала режим таргетування обмінного курсу як ефективний інструмент для зменшення інфляції, стабілізації макроекономічного середовища і зміцнення довіри до національної економічної політики. Банк Латвії з 1992 р. проводив активні операції з низкою валют із метою стабілізації грошового обігу шляхом підтримки обмінного курсу. У середині лютого 1994 р. була здійснена прив'язка лата до кошика валют СПЗ. Вибір в якості якоря кошика валют був обумовлений тим, що останній значніше відповідав ціновій стабільності у довгостроковому плані, ніж моновалютний якор, оскільки зменшував вплив коливань курсів світових валют стосовно один до одного на стан внутрішнього грошового обігу. Результатом таких дій та прийнятих рішень

Таблиця 3

**Вплив зміни режиму курсоутворення
на макроекономічні показники досліджуваних країн [9; 10]**

Країна	Попередня підготовка до зміни валютного курсу, так/ні	Рік зміни режиму валютного курсу	Вид валютного курсу, до якого відбувся перехід	Рівень інфляції		
				до зміни	у рік зміни	після зміни
Болгарія	ні	1997	фіксований	↑	↑	↓
Ізраїль	так	1996	плаваючий	↓	↑	↓
Латвія	ні	1994	фіксований	↓	↓	↓
Нова Зеландія	ні	1984	плаваючий	↓	↓	↑
Польща	так	2000	плаваючий	↓	↑	↓
Угорщина	ні	1994	плаваючий	↓	↑	↓
Чилі	ні	1999	плаваючий	↓	↓	↑

*Примітки

↑ – збільшення (покрацання, прискорення); ↓ – зменшення (погіршення, уповільнення)

стало значне скорочення інфляційного розвитку (табл. 3) та зовнішня стабільність національної валюти. Своєю чергою, Банк Латвії гарантує зовнішню стабільність лата за умов вільного руху капіталу і необмеженої конвертованості національної валюти: країна встановила один із найліберальніших режимів іноземної валюти і руху капіталу в світі.

За таких обставин у контексті окресленої наукової проблематики за необхідне видається виокремлення особливостей застосування валютного таргетування як режиму монетарної політики та виявлення його системного впливу на основні параметрів економічного розвитку країни (рис. 3).

Отже, на відміну від інфляційного таргетування, метою якого створення визначеності у економічних агентів стосовно майбутніх значень інфляції, цілі валютного таргетування є більш зрозумілими для всіх без винятку економічних агентів. Окрім того, інфляційне таргетування нейтральне до виробництва та

залежить від «чуттєвості» економіки до змін реального валютного курсу, а валютне таргетування чинить відчутний вплив на перебіг економічних процесів у країні.

Загалом, на основі вищевикладеного можна стверджувати, що для тих країн, де політичні і грошові інститути особливо слабкі [12, с. 214] та існує небезпека гіперінфляції, таргетування валютного курсу може слугувати єдиним способом зруйнувати стійкість інфляційних очікувань і стабілізувати економіку. У такій ситуації таргетування валютного курсу представляє собою останній ресурс стабілізаційної політики, і найкращим способом його здійснення було б валютне правління, в якому встановлюється жорстка фіксація валютного курсу й існує повна прозорість грошової політики, оскільки всі дії центрального банку стають автоматичними.

Це підтверджується і досвідом використання режиму таргетування валютного курсу в країнах із перехідною економікою: на почат-

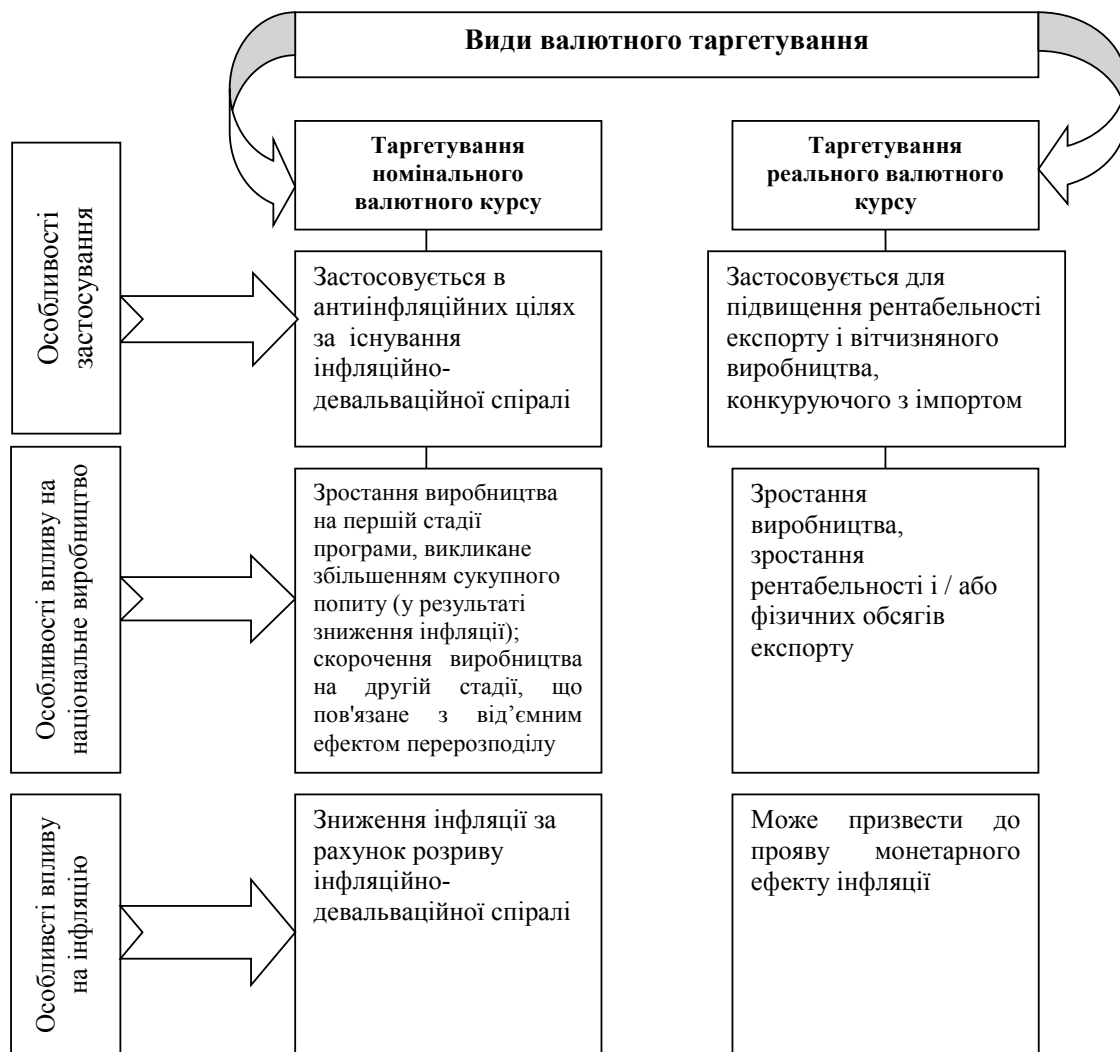


Рис. 3. Особливості впливу валютного таргетування на перебіг економічних процесів [11, с. 16]

ковому етапі економічних перетворень значна кількість країн використовували цей режим як інструмент для макроекономічної стабілізації.

Висновки з цього дослідження. Таким чином, оскільки в Україні не здійснюється остаточна ліквідація однієї економічної системи і побудова в подальшому на її місці іншої, нової, а відбувається лише зміна основ, засад і пере-

структурування, такий процес в економічній теорії дістав назву трансформаційного. Саме тому, враховуючи тип економічної системи країни, для забезпечення макроекономічної стабілізації необхідно застосувати режим валютного таргетування, який на основі проведених нами досліджень має значні переваги перед інфляційним таргетуванням.

ЛІТЕРАТУРА:

1. Основні засади грошово-кредитної політики на 2016–2020 роки: Постанова від 18.08.2015 р. № 541 / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/v0541500-15>.
2. Bofinger. P. Monetary Polysi, Goals, Instutions, Strategies, and Instruments. – New York: Oxford University Press, 2001. – 454 p.
3. Мирончик Н. Возможности применения режима монетарного таргетирования в республике Беларусь / Н. Мирончик, А. Безбородова // Банкаўскі веснік, студзень. – 2015. – № 1 – С. 3–9.
4. Девальвація гривні – результат некомпетентності влади чи об'єктивна реальність [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://commons.com.ua/devalvatsiya-grivni>.
5. Запаранюк Т.В. Проблеми вибору альтернативних режимів таргетування у процесі реалізації грошово-кредитної політики в період фінансової кризи / Т.В. Запаранюк // Фінанси, облік і аудит. – 2012. – № 19. – С. 71–80.
6. Голиченко О.Г. Денежная теория: основные идеи, проблемы и тенденции развития / О.Г. Голиченко // Экономическая наука современной России. – 2003. – № 3. – С. 5–22.
7. Сучасні стратегії грошово-кредитної політики [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.ufin.com.ua/analit_mat/gkr/034.htm.
8. Марченко О.В. Проблемні аспекти реалізації грошово-кредитної політики України / О.В. Марченко // Комунальне господарство міст. – 2014. – Вип. 115. – С. 67–73.
9. Домбровски М. Режим денежной политики в условиях открытой экономики: выводы для Украины / М. Домбровски // Центр социально-экономических исследований. – Киев – Варшава, 13 марта 2006. – 8 с.
10. Оришечко-Бартоха Т.А. Вибір валютного режиму в контексті валютно-курсової політики НБУ / Т.А. Оришечко-Бартоха // Фінансовий простір. – 2013. – Вип. 2.10. – С. 26–33.
11. Малых Е.Б. Влияние валютного курса на международную конкурентоспособность производства и эффективность денежно-кредитной политики России: автореф. дис. ... к.э.н.: спец.: 08.00.14 «Мировая экономика», 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» / Е.Б. Малых. – Санкт-Петербург, 2013. – 19 с.
12. Мещеров А.В. Интересная оценка институциональной среды, сложившейся в России / А.В. Мещеров // Российская экономика: развитие рыночных институтов и институтов денежного хозяйства в нерыночной бреду. Экономические науки. – 2010. – № 7. – С. 210–219.