ЭКОНОМИКА И УПРАВЛЕНИЕ

МАКРОПРУДЕНЦИАЛЬНОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ НА ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ УКРАИНЫ И ЕГО ВЛИЯНИЕ НА ИНВЕСТИЦИОННОЕ РАЗВИТИЕ

Кульпинский С.В.

кандидат экономических наук, научный сотрудник отдела финансово-бюджетной политики,
Институт экономики Министерства экономического развития и торговли Украины (Украина),
01103, Украина, г.Киев, булл. Дружбы Народов, д. 28., к.527, admin@eco-in.kiev.ua

УДК 336.02(477)
ББК 65.261(4Укр)-18

Цель. Исследование основных инструментов монетарной политики в Украине с позиции их влияния на инвестиционный рост и выявление элементов контроля за средствами, эмитированными через данные инструменты.

Методы. Проанализированы инструменты монетарного и макропруденциального регулирования экономического развития, в частности рефинансирование, процентная политика, резервная политика, валютно-курсовая политика, субсидирование процентных ставок. Исследованы основные каналы перелива эмитированных финансовых ресурсов в непроизводственную сферу и рассчитаны примерные объемы потерь кредитных ресурсов, которые потенциально могли быть направлены на инвестиционное развитие.

Результаты. На основе анализа влияния макропруденциальных мер в странах, что развиваются и расчетов эмитированных Национальным банком средств, которые перетекают в более доходные сегменты финансового рынка, выделены каналы данного перелива, которые должны быть ограничены или подпасть под влияние макропруденциальных регулятивных мер. Предложены механизмы для финансового рынка, ограничивающие перелив финансовых ресурсов в непроизводственную сферу.

Научная новизна. Научная новизна заключается в выявлении каналов перелива финансовых ресурсов эмитированных через монетарные инструменты и соответствующем определении макропруденциальных механизмов, которые ограничат данный перелив.

Ключевые слова: финансовые ресурсы, макропруденциальное регулирование, экономическое развитие, инвестиции.

MACRO PRUDENTIAL REGULATION ON THE UKRANIAN FINANCIAL MARKET AND ITS INFLUENCE ON INVESTING DEVELOPMENT

Kulpinskiy S.V.
Candidate of Science, research staff member of the finance and budget policy department,
Institute of economics of the Ministry of economic development and trade of Ukraine (Ukraine),
01103, room 527, 28 Druzhby narodov boul., Kiev, Ukraine, 01103, admin@eco-in.kiev.ua

Purpose. Research of major tools of monetary policy in Ukraine concerning their influence on the investment growth and exposure of controlling elements for the means emitted with the help of those tools.

© Кульпинский С.В., 2014

Methods. The author analyzed tools of monetary and macro prudential regulation of economic development, in particular, refinancing, interest-rate policy, backup policy, currency-rate policy, subsidizing of interest rates. The author also researched the main channels of moving emitted finances to non-production sphere and calculated approximate volumes of credits losses which could have been directed to the investing development.

Results. On the basis of analyzing the influence of macro prudential measures in the countries which are developing at the expense of the means emitted by the National bank and which are moved to more profitable segments of the financial market, the author outlined the channels of that movement which should be limited or be influenced by macro prudential regulating measures. The author proposed mechanisms for the financial market limiting movement of financial resources to the non production sphere.

Scientific novelty. Scientific novelty is in identifying channels of financial resources movement emitted with the help of monetary tools and corresponding determination of the macro prudential mechanisms, which will limit that movement.

Key words: financial resources, macro prudential regulation, economic development, investments.

Постановка проблемы. Падение доли капитальных инвестиций в ВВП после начала мирового финансового кризиса и снижение удельного веса инновационных разработок в промышленном производстве при значительных объемах накопленных предприятиями средств на счетах предприятий в ряде развивающихся стран, обусловливают выявление ключевых факторов торможения инвестиционного развития. Масштабные программы монетарного стимулирования через выкуп облигаций центральными банками развитых стран не дали должного эффекта в большинстве из них. В Украине данная проблема усугубляется высоким уровнем процентных ставок для предприятий реального сектора экономики и отсутствием доступа к долгосрочному кредитному ресурсу при сравнительно высоких темпах прироста денежной массы и роста уровня монетизации до 59% на середину 2014 года. Как следствие, особое значение приобретают меры регулирования эмитированных денежных ресурсов через различные ограничительные механизмы. Выявление потенциальных потерь финансовых ресурсов в различных сегментах финансового рынка и определение мер ограничения данных потерь легли в основу данного исследования.

Анализ публикаций. Проблемы изменения структуры финансового сектора с акцентом на мерах их стимулирования при одновременном сокращении общих рисков, в том числе инфляционного, анализировались в работах Банка Англии, ФРС, где особое внимание уделялось «количественному смягчению» и программам долгосрочного рефинансирования. Механизмы перераспределения финансовых ресурсов с акцентом на развитие долгосрочных инвестиций рассматривались в работах Ершова М., Глазьева С. и других исследователей влияния политики центробанка на реальный сектор. Однако вопрос определения инструментов и ограничительных механизмов стимулирования инвестиционного развития через финансовый рынок не до конца исследован.

Трансформация структуры финансового сектора, повышение роли финансовых посредников и обеспечение законодательной среды перераспределения сбережений не достигают должного эффекта вследствие высокого уровня дисбалансов в финансовой системе и недостаточном контроле каналов перераспределения эмитированных средств. На данный момент актуализируется вопрос усиления эффективности инструментов регулирования экономического развития. Оно должно сопровождаться введением механизмов, которые бы частично ограничивали отток эмитированных средств в сферы, не являющиеся приоритетными для долгосрочного инвестиционного роста. Кроме того, в период после начала финансового кризиса выделялись инструменты влияния на финансовые рынки, среди которых особенно отмечается важность долгосрочного рефинансирования. Было предложено, чтобы рефинансирование предоставлялось на более длительной основе, например, до года. [1].

С.Глазьев выделил необходимость перехода к механизмам долгосрочного рефинансирования - на 2-3, а иногда и на 4 года. По его мнению, центробанк, имея достаточный опыт и накопленные инструменты, мог бы начинать постепенно расширять клиринговые механизмы рефинансирования и особую роль в этом могли бы сыграть банки развития. [2].

Особо актуальным становится поиск надлежащего баланса между применением инструментов стимулирования роста секторов экономики, являющимися ключевыми для долгосрочного развития, через финансовые рынки. Это касается и мер, ограничивающих перелив финансовых ресурсов в наименее эффективные с позиции долговременного экономического роста сферы. Любая денежная эмиссия в различных финансовых системах преобразуется в инвестиционный ресурс лишь при наличии эффективных каналов трансмиссионного механизма, включая кредитный канал, который в свою очередь влияет на предложение кредита в реальный сектор через интервенции цен-

тробанка на кредитном рынке [3]. Если данный механизм действует на пользу высокодоходных операций, денежная эмиссия в различных формах не влияет на инвестиционный рост.

С этой целью проанализируем эффективность существующих инструментов монетарной политики Украины, направленных на поддержку инвестиционного роста и на основе анализа опыта развивающихся стран, а также исходя из каналов потерь, характерных для Украины, определим основные направления политики ограничения каналов оттока средств, эмитированных через данные инструменты.

Среди монетарных инструментов регулирования макроэкономических дисбалансов и содействия росту ключевых секторов широкое распространение в практике развитых стран, получили следующие:

- **Политика рефинансирования**, в частности предоставление кредитных линий банкам сроком на 1 год и более, которые в свою очередь направляются в производственную сферу. В Еврозоне получил распространение механизм долгосрочного рефинансирования LTRM (Long-term Refinancing Mechanism), согласно которому банкам выдавались кредиты при условии предоставления их в реальный сектор. Банком Англии с 2012 г. были инициированы программы стимулирования банковского сектора с условием активного кредитования ипотечных и бизнес-проектов, однако это не принесло существенных положительных эффектов для экономического роста [4]. Среди важнейших последствий данной программы можно лишь выделить снижение доходностей по государственным долговым обязательствам, временное повышение фондовых индексов, удерживание процентных ставок на низком уровне в течение длительного периода времени с 2009 года, защита банков с высоким уровнем проблемной задолженности от банкротства. В Украине политика рефинансирования ограничивалась поддержкой краткосрочной ликвидности или решения проблем системных банков в периоды высокой вероятности наступления кризисов. Масштабных программ с акцентом на кредитную поддержку отраслевого развития инициировано не было.

- **Процентная политика**. Регулирование уровня процентных ставок и соответственно кривой доходности по кредитным инструментам особенно усилилось с начала финансового кризиса 2008 года и включало политику удержания базовых процентных ставок центральными банками на низком уровне в течение длительного периода времени. При этом проблемы циклического спада производства и повышения занятости были решены лишь частично. В то же время, затяжной дефляционный период и низкий прирост сбережений стали теми проблемами, которые повлекла за собой негибкая процентная политика центробанков ФРС, Еврозоны, Банка Англии и других центробанков мира, проводившаяся в 2011-2013 гг. Среди положительных можно отметить пример Народного банка Китая. Политику умеренной процентной ставки он объединил с предоставлением больших полномочий государственным банкам относительно распределения предоставленных ресурсов и рядом ограничений для других субъектов финансового сектора. Политика Центрального банка Японии имела определенный успех в частности благодаря предоставлению больших полномочий Министерству экономики, торговли и промышленности по выбору субъектов кредитования. Процентная политика Банка России проводилась с помощью различных инструментов, в зависимости от целей денежно-кредитной политики – инфляции или валютного курса [5, с.116]. При этом предприятия производственной сферы имели возможность получения кредитных ресурсов по приемлемых ставкам и на различные сроки. В Украине поддержка базовой ставки рефинансирования на уровне 6,5% к середине 2014 и повышение ее до 9,5% в кризисный для финансовых рынков период не привела к снижению рыночных ставок. Повышение уровня монетизации при экспансионистской монетарной политике и нарушении валютно-курсовой стабильности повлекло за собой инфляционное давление, ухудшение состояния ликвидности и ограничение доступа промышленных предприятий к кредитному ресурсу. Основные рычаги регулирования экономического роста остались у Национального банка Украины, который в большей степени сосредоточился на решении временных проблем с ликвидностью.

- **Механизм выкупа государственных облигаций в портфель центробанка**, известный как «количественное смягчение». Причем, средства эмитированные таким образом направляются в инвестиционные или инновационные проекты, иначе это в большей мере приобретает форму фискальной экспансии, чем монетарного стимулирования. Трансмиссионными механизмами могут в данном случае выступать государственные банки, банки развития и коммерческие банки, которые получают кредитный ресурс, эмитированный через данный механизм, либо через выкуп инфраструктурных или других облигаций с государственной гарантией. Такой механизм существует лишь номинально, тогда как действие трансмиссионного механизма напрямую не касается выпуска облигаций или предоставления кредитов в промышленность из-за высокой вероятности усиления инфляционного давления. В Украине объемы данного выкупа облигаций центробанком варьировались от 13,2 млрд грн. в 2010 г. до 41,5 млрд грн. в 2013 г. (чистый прирост портфеля) [6], все привлеченные через данный механизм средства направлялись на покрытие бюджетного дефицита.

Источник: НБУ

- **Резервная политика в отношении банков**. Изменение нормативов резервирования для банков происходит согласно потребностям экономической системы в кредитовании. В Украине данный инструмент является одним из наиболее эффективных в регулировании инфляции через его прямое влияние на кредитование. Однако при этом он является одним из наиболее уязвимых для перелива финансовых средств, высвобожденных благодаря их регулированию, в малопродуктивные но достаточно высокодоходные операции.

- **Валютно-курсовая политика**. Данный инструмент используется только в странах, применяющих режим управляемого плавания, или имеющих привязку обменного курса, либо же использующих коридор с небольшим диапазоном колебаний. Это позволяет влиять на уровень ликвидности в банковской системе, однако основным недостатком является прямая или косвенная привязка к золотовалютным резервам центробанка. В Украине резкие повышения волатильности валютно-курсовой динамики, в частности в 2004, в 2008 и 2013-2014 гг. были связаны с существенными колебаниями уровня ликвидности через изъятие гривны из банковской системе при росте девальвационных ожиданий, оттоком средств нерезидентов после ревальвации, волатильностью краткосрочных гривневых ставок.

- **Возмещение разницы процентных ставок**. Фактически это инструмент субсидирования разницы между привлеченными и предоставленными банками ресурсами по факту выдачи ими кредитов в производственную сферу. Возмещение может иметь место при снижении резервных норм для банков, участвующих в данном процессе и предоставления банкам по факту выдачи ресурса средств через эмиссионный механизм или рефинансирование. Данный инструмент применяется частично и в разных формах в Российской Федерации, Индии, Китае. В Украине механизм возмещения ставок действовал для некоторых аграрных предприятий.

Вышеперечисленные инструменты будут иметь максимальное влияние на производственную сферу в условиях введения ограничительных (макропруденциальных) механизмов, описанных ниже. В целом, к монетарным и макропруденциальным инструментам обеспечения финансирования инвестиционного и инновационного развития, которые применяются в развивающихся странах и могут получить распространение в Украине со стороны органов регулирования финансового рынка и экономического регулирования, можно отнести следующие (Таблица 1).

С целью усиления функционирования каналов монетарной трансмиссии и достижения максимальной эффективности эмитированных средств в реальном секторе экономики роль регулирования этих каналов должна быть усилена. Это означает, что должны быть

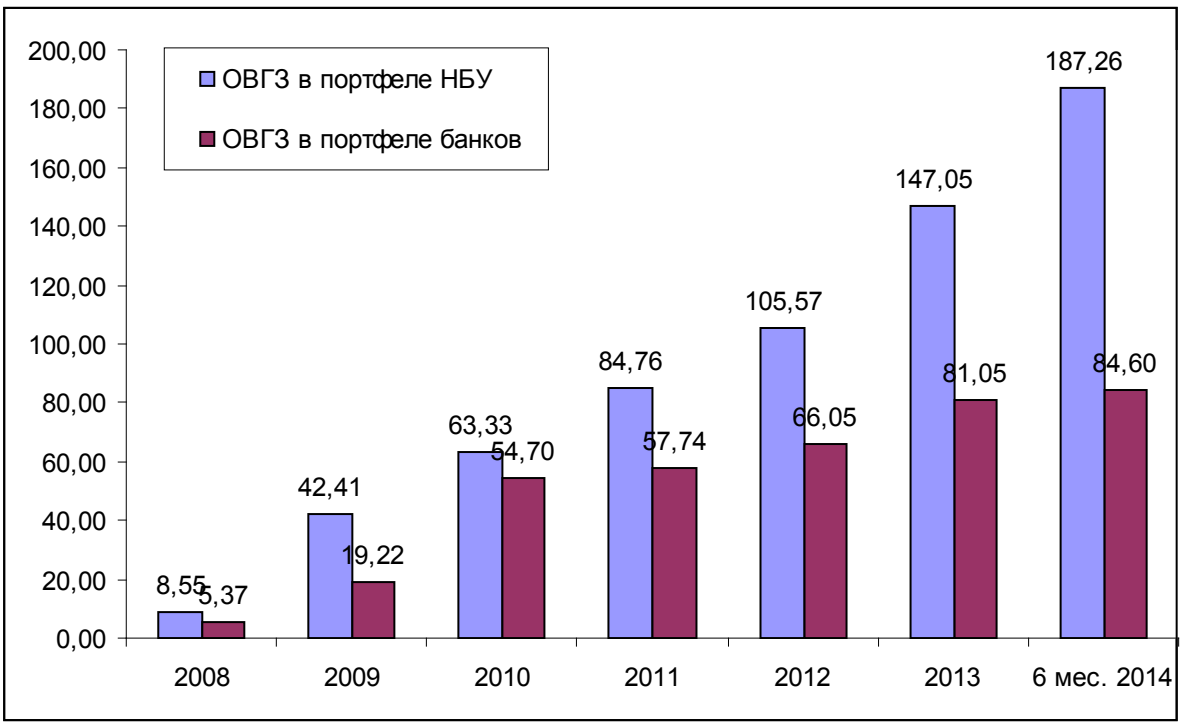


Рис. 1. ОВГЗ в портфеле Национального банка и в банковской системе Украины (конец периода, млрд грн.)

значительным образом ограничены каналы трансмиссии монетарной экспансии к импортному потреблению. Также должны изменяться требования к капиталу и банковским резервам, согласно циклическим колебаниям экономики и, наконец, должен быть внедрен более сильный контроль концентрации ресурсов в определенных секторах и прироста кредитного портфеля в целом. Показателен пример Бразилии, где требования к капиталу банков были привязаны к кредитам физическим лицам, что выявило свою эффективность в замедлении высокодоходного кредитования. Центральный банк Бразилии применял набор инструментов, направленных на проциклическое развитие банковской системы. Во-первых, он довольно часто изменял нормативы резервирования (6 раз с 2008 года) с целью регулирования темпа предоставленных кредитов. Во-вторых, с 2010 года в Бразилии были повышены требования к капиталу на новые кредиты домохозяйствам (до 16,5% по капиталу в зависимости от срока). Центробанк Бразилии также повысил минимальный платеж по карточным кредитам с 10% до 15%, перекалибровал степень риска для потребительских кредитов в зависимости от срока и повысил ранее установленный налог на финансовые транзакции с потребительскими кредитами с 1,5% до 3% [7, с.23]. Как следствие, темп прироста потребительских кредитов снизился за 2011 год с 22% до 11%. При этом темп прироста субсидируемых корпоративных кредитов оставался высоким [8, с.14].

Можно выделить следующие основные инструменты макропруденциального регулирования циклического развития, применяемых центробанками и ограничивающих каналы перелива средств в непродуктивные секторы экономики:

- DTI Caps (Debt-to-Income Cap): максимальный лимит на соотношение объема общего долга к доходу заемщика. Считается, что он позволяет обеспечить процикличность обеспеченного кредитования и ограничивает возможности домохозяйств по привлечению новых ссуд.

- LTV (Loan-to-Value): максимальный лимит на соотношение суммы кредита и стоимости его обеспечения. Позволяет ограничивать ипотечные кредиты в циклическом контексте.

- Максимальный лимит на кредиты в иностранной валюте. Регулирует системный риск, вызванный возможными изменениями валютного курса и отрицательных изменений для отдельных предприятий.

- Лимиты на кредиты или темп их прироста. Устанавливаются как для общего кредитного портфеля банка, так и для отдельных видов кредитования. Помогают как сдерживанию от роста цен на определенные виды активов от резкого роста, так и регулированию межсекторального системного риска.

- Резервные требования. Создают так называемый «буфер ликвидности», который может быть использован в периоды резкого сокращения ликвидности.

Еще одним элементом макропруденциаль-

Таблица 1

Инструменты монетарного и макропруденциального регулированияэкономического развития

Примечание: разработаны автором

Инструменты монетарного регулирования	**Инструменты макропруденциального регулирования**
Политика рефинансирования, направленная на поддержку инвестиционного развития	Требования по адекватности капитала
Процентная политика (рефинансирование банков, предоставляющих кредиты в инновационную деятельность, субсидирование процентных ставок)	Требования по ликвидности (обеспечение способности осуществлять расчеты по своим обязательствам в срок и без перебоев)
Механизм выкупа государственных облигаций в портфель центробанка с соответствующим направлением средства в инвестиционные или инфраструктурные проекты	Требования по формированию соответствующих резервов вследствие потери и обесценения активов
Резервная политика в отношении банков	Ограничение максимального уровня процентных ставок
Валютно-курсовая политика (умеренная изменение курсовой динамики)	Ограничения на кредитование, связанное с импортом и торговыми сетями;
Возмещение разницы процентных ставок для банков по факту предоставления кредитов в инвестиционное развитие	Ограничения на кредиты физическим лицам

ного регулирования является определение отношения общего объема кредитов к общему объему депозитов. Так, в Китае этот лимит определен на уровне 75% и, несмотря на дискуссии относительно его ослабления, он остается на уровне менее 70%. Введение лимита на отношение общих кредитов к депозитам позволяет удерживать кредитный портфель от чрезмерного прироста и направление средств в непроизводительные сферы. В Еврозоне значение кредитов к депозитам составляло 114% в 2013 году, снизившись с 125% в 2005 г. [9]. В Украине это значение составляло 149% по состоянию на июнь 2014 г., снизившись с 160% перед началом кризиса 2008 г. [10]. Регулирование данного соотношения отчасти способствует защищенности активных операций долгосрочными ресурсами и регулирует общий прирост кредитного портфеля.

Там, где макропруденциальные мероприятия подобного типа ограничивают ускорение цен на жилье и задолженность домохозяйств, они также могут замедлять соответствующее увеличение совокупного спроса, вызывая необходимость изменений монетарной политики. Меры по ограничению LTV и DTI могут ограничивать рост инвестиций в жилье и соответственно потребление домохозяйств. Данные ограничения могут влиять на те компоненты общей структуры ВВП, которые проблематично контролировать монетарной политикой. Во-первых, усиление этих мер может через замедление количества сделок с жильем и соответственно рост цен на жилье, снижать долю жилищного строительства в структуре ВВП. Во-вторых, если эти меры ограничивают уровень задолженности домохозяйств, они помогают контролировать рост потребительского долга. Наряду с другими мерами (например, структурной и фискальной политики), LTV и DTI могут усиливать внешние дисбалансы. То же касается и нормативов резервирования. Центральные банки могут использовать их различные уровни, воздействуя на общие условия кредитования.

В одном из исследований опыта Колумбии определено, что нормативы резервирования имеют достаточно сильное и длительное воздействие на банковские проценты по кредитам, выданным на развитие бизнеса [11, с.34]. В другом исследовании бразильской экономики выявлено, что увеличение норматива резервирования на один процентный пункт приводит к увеличению спрэда между кредитными и депозитными ставками на 80 базисных пункта. Более того, потребительские кредиты снижаются примерно на 2,5%, и такая тенденция сохраняется на протяжении почти двух лет [12, с.19].

Рассмотрим основные каналы перелива эмитированных через различные монетарные инструменты средств, которые должны быть ограничены или подпасть под влияние макропруденциальных регулятивных мер.

1. **Сфера кредитования**. В Украине каналы перелива средств особенно выражены в данной сфере. Мы выходим из структуры общего кредитного портфеля банков, где 29% приходится на оптовую и розничную торговлю, 21% на кредитование физических лиц и 5% на операции с недвижимым имуществом. То есть можно констатировать, что 55% всех банковских кредитов направляются в малопродуктивные операции (рассчитано по [13]), причем средняя дюрация портфеля этих кредитов короче, чем в таких отраслях, как

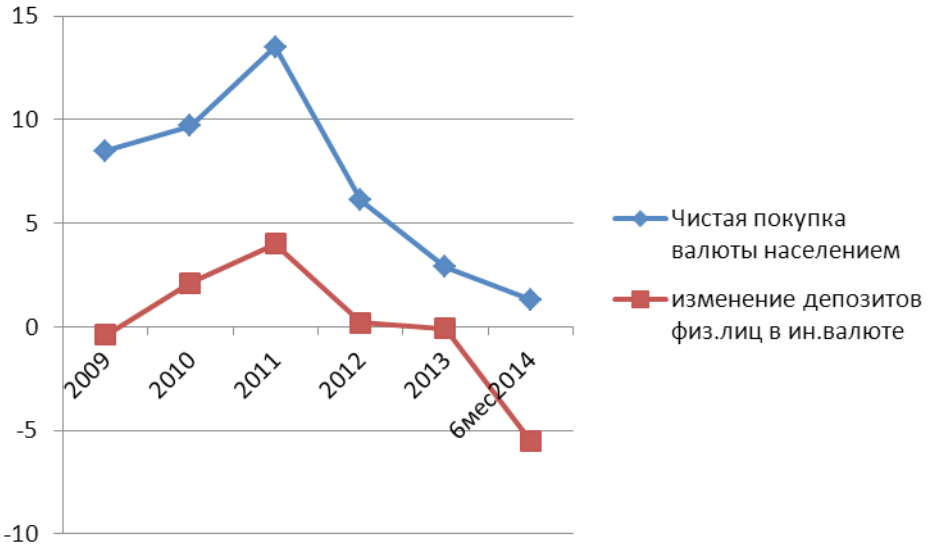


Рис. 2. Чистая покупка валюты населением и валютные депозиты, млрд дол.
Рассчитано по данным НБУ

обрабатывающая промышленность или сфера услуг.

2. **Приобретение государственных облигаций банками** является еще одним каналом перелива. Так, ОВГЗ в портфеле банков составляли 87 млрд грн. по состоянию на середину 2014 г., или около 11% их кредитно-инвестиционного портфеля. Причем в начале кризиса в сентябре 2008 объем ОВГЗ в их портфеле составлял всего 5,3 млрд грн. Отметим, что более половины этих ценных бумаг, согласно нашим расчетам, приходится на портфель государственных банков. Таким образом, можно констатировать, что данный канал ограничивает функциональные свойства государственных банков как посредников в государственном инвестировании.

3. **Межбанковский кредитный рынок**. Объемы операций с краткосрочным ресурсом существенно возрастают при увеличении денежной массы и, особенно, при изъятии депозитов из банков в периоды кризисов, 2004г., 2008г. и 2014г. Особенно тесной наблюдается корреляция между гривневой депозитной базой физических лиц и операциям с краткосрочными ресурсами на межбанковском рынке, с коэффициентом 0,85 за 7 месяцев 2014 г.

4. **Валютный рынок**. В определенные периоды, в частности при вышеуказанных периодах девальвации, средние объемы приобретения валюты составляли более 2,5 млрд дол в месяц. Часть гривневой денежной массы в обращении шла на приобретение валюты населением, особенно в периоды превышения покупки валюты над продажей на уровне более 1,5 млрд. долл. в месяц. В особо сложный кризисный период 2014 г. превышение покупки над продажей составило за полгода всего 1,4 млрд долл. За этот же период из банковской системы было изъято около 5 млрд долл. депозитов физ. лиц, что сказалось на сокращении гривневой ликвидности. Иными словами, валютный рынок является средой, где абсорбируются значительные объемы гривневой наличности.

Исходя из проанализированных каналов потенциальных потерь внедрения программ монетарного стимулирования, предлагаем разработку комплекса мер макропруденциальных ограничений данных потерь, которые должны способствовать эффективности движения денежных потоков. В Украине можно выделить следующие каналы регулирования.

Потребительское кредитование. Сюда можно отнести определение максимального значения долга к доходу, максимального процентного отношения портфеля потребительских кредитов к общему кредитному портфелю, увеличение нормативов резервирования



Рис 3. Каналы потенциального перелива и ограничительные механизмы

для данного вида кредитов.

Лимит на портфель ОВГЗ. В некоторых странах, в частности в Индии, существует законодательное требование относительно минимального уровня государственных облигаций в портфелях банков. В Украине, исходя из достаточно стремительного роста данного портфеля в ряде государственных банков, а также учитывая то обстоятельство, что функцию выкупа может полностью взять на себя НБУ, целесообразно определение максимального процентного отношения государственных облигаций (гривневых и долларовых) в общем портфеле. Исключение может быть лишь в том случае, если поступления от этих инструментов направляются в инвестиционные, инфраструктурные или инновационные проекты.

Максимальный прирост на кредиты в оптовую и розничную торговлю, недвижимость. Хотя ограничения на процентное отношение противоречило бы «Закона о банках и банковской деятельности», введение административных лимитов на определенные виды кредитно-инвестиционной деятельности банков позволило бы ограничить дальнейший рост малопродуктивных операций в целом.

Ограничения на максимальный уровень межбанковских процентных ставок. Рост межбанковских ставок в определенные периоды ведет к дальнейшему ухудшению состояния отдельных банков, тогда как отдельные банки, имеющие доступ к рефинансированию центрального банка, могут получать сверхприбыли за счет новых эмитированных средств. Изобразим схематично потенциальные каналы потерь эмитированных средств и предлагаемые механизмы минимизации этих потерь.

Выводы

Существование целого ряда каналов потенциальных потерь финансовых ресурсов, эмитированных через основные каналы Национального банка Украины (рефинансирование, выкуп государственных облигаций, выкуп излишков валюты) предполагает разработку макропруденциальных мер, включая применение административных рычагов по ограничению перелива финансовых и в частности кредитных ресурсов в непроизводственную сферу и спекулятивные операции.

Такими мерами могут быть ограничения на кредиты в иностранной валюте, повышенные нормы резервирования для розничных кредитов. С целью повышения роли государственных банков как элементов трансмиссионного механизма целесообразно введение лимита на максимальный объем гособлигаций в общем кредитном портфеле. Также могут быть введены определенные административные рычаги, в частности ограничение процентных ставок, прирост кредитов в определенные виды деятельности.

Литература:

1. Ершов М.В. Мировой финансовый кризис. Что дальше? М., Экономика, 2011. 295 с.
2. Глазьев С. О практичности количественной теории денег, или Сколько стоит догматизм денежных властей // Вопросы экономики. 2008. № 7. С. 31–45.
3. Boivin J., Kiley M., Mishkin F. How has the Monetary Transmission Mechanism Evolved over Time? // NBER Working Paper 15879. April 2010. 90 p.
4. Funding for Lending: A Year on, success for mortgage market, experts say. The Guardian, July 31, 2013. [электронный ресурс]. URL: http://www.theguardian.com/business/2013/jul/31/george-osborne-funding-for-lending-mortgages (дата обращения 04.07.2014)
5. Федорова Е., Лысенкова А. Как влияют инструменты денежно-кредитной политики на достижение целей ЦБ РФ // Вопросы экономики. 2013. №9. С. 106-118.
6. ОВГЗ, которые находяться в обращении, по сумме основного долга [электронный ресурс]. URL: http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=44580 (дата обращения 04.07.2014)
7. Nier E., Kang H et al. .The Interaction of Monetary and Macroprudential Policies // Background Paper. International Monetary Fund. 2012. December 27.
8. No Credit Bubble In Brazil, Just Dangerous Consumer Debt Burden. [электронный ресурс]. URL: http://www.forbes.com/sites/afontevecchia/2011/07/06/no-credit-bubble-in-brazil-just-unsustainable-consumer-debt-burden/ (дата обращения 04.07.2014)
9. European Banking Sector. Facts and Figures 2013. / European Banking Federation. October 2013. 86 p.
10. Основные тенденции денежно-кредитного рынка Украины за октябрь 2013 года [электронный ресурс]. URL: http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=6781759&cat_id=58038 (дата обращения 04.07.2014)
11. Glocker C. and Towbin P. Reserve Requirements for Price and Financial Stability: When Are They Effective? / Banque de France. March 2012. 45 p.
12. Vargas H.et al. Effects of Reserve Requirements in an Inflation Targeting Regime: the Case of Colombia. The global crisis and financial intermediation in emerging market economies. / BIS 2010. 37 p.
13. Бюллетень НБУ. Июнь 2014 года. №6 (255).

References:

1. Ershov M.V. World financial crisis. What is next? M., Ekonomika, 2011. 295 p.
2. Glazyev S. On practical qualitative theory of money, or How much is dogmatism of financial power // Vo-

prosy ekonomiki. 2008. № 7. P. 31–45.
3. Boivin J., Kiley M., Mishkin F. How has the Monetary Transmission Mechanism Evolved over Time? // NBER Working Paper 15879. April 2010. 90 p.
4. Funding for Lending: A Year on, success for mortgage market, experts say. The Guardian, July 31, 2013. [электронный ресурс]. URL: http://www.theguardian.com/business/2013/jul/31/george-osborne-funding-for-lending-mortgages (date of reference 04.07.2014)
5. Fyodorova E., Lysenkova A. How do instruments of monetary-credit policy influence the achievement of goals of the CB RF // Voprosy ekonomiki. 2013. № 9. P. 106-118.
6. Domestic government loan bonds, which are in circulation, by the sum of the major debt [e-resource]. URL: http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=44580 (date of reference 04.07.2014)
7. Nier E., Kang H et al. .The Interaction of Monetary and Macroprudential Policies // Background Paper. International Monetary Fund. 2012. December 27.
8. No Credit Bubble in Brazil, Just Dangerous Consumer Debt Burden. [e-resource]. URL: http://www.forbes.com/sites/afontevecchia/2011/07/06/no-credit-bubble-in-brazil-just-unsustainable-consumer-debt-burden/ (date of reference 04.07.2014)
9. European Banking Sector. Facts and Figures 2013. / European Banking Federation. October 2013. 86 p.
10. The main trends of the monetary-credit market of Ukraine for October 2013 [e-resource]. URL: http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=6781759&cat_id=58038 (date of reference 04.07.2014)
11. Glocker C. and Towbin P. Reserve Requirements for Price and Financial Stability: When Are They Effective? / Banque de France. March 2012. 45 p.
12. Vargas H.et al. Effects of Reserve Requirements in an Inflation Targeting Regime: the Case of Colombia. The global crisis and financial intermediation in emerging market economies. / BIS 2010. 37 p.
13. Bulletin NBU. June 2014. №6 (255).