

УДК 339.972 — 339.9.012.435

В. Г. Панченко,
к. і. н., докторант, Маріупольський державний університет

НЕОПРОТЕКЦІОНІСТСЬКИЙ ПОТЕНЦІАЛ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ

V. Panchenko,
PhD, post-PHD at Mariupol State University

NEO-PROTECTIONIST POTENTIALS OF MONETARY POLICY

Статтю присвячено виокремленню серед інструментів монетарної політики тих із них, що володіють неопротекціоністським потенціалом, який втілюється у здатності країн, що зберегли монетарний суверенітет, ефективно досягати цілей, закріплених у мандаті Центрального Банку та здійснювати стимулювальний вплив на посткризове відновлення економіки. Виокремлено основні трансмісійні канали від'ємних відсоткових ставок. Доведено, що монетарна політика має бути складовою поміркованої та збалансованої стратегії, що має також передбачати проведення комплексних структурних реформ, стимулюючої фіскальної політики та пруденційної політики, яка б забезпечила міцність та стійкість фінансового сектору.

The article aims to identify the group of monetary policy instruments with neo-protectionist potentials within the set of monetary policy instruments, where neo-protectionist potentials refer to the capacities of countries that could preserve the monetary sovereignty to achieve, in effective ways, the goals fixed in the mandate of Central Bank, and to have stimulating effects for the post-crisis recovering of the economy. The main transmission channels of negative interests are defined. It is demonstrated that monetary policy needs to be a component of moderate and balanced strategy designed for implementation of comprehensive structural reforms, stimulating policy and prudential policy that would secure strength and stability of the financial sector.

Ключові слова: монетарний неопротекціонізм, монетарна політика, монетарна трансмісія, політика кількісного пом'якшення, Від'ємна процентна ставка.

Key words: monetary non-protectionism, monetary policy, monetary transmission, quantitative easing policy, negative interest rate.

ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ У ЗАГАЛЬНОМУ ВИГЛЯДІ ТА ЇЇ ЗВ'ЯЗОК ІЗ ВАЖЛИВИМИ НАУКОВИМИ ЧИ ПРАКТИЧНИМИ ЗАВДАННЯМИ

Процеси глобалізації, фінансової дерегуляції та структурної трансформації фінансового сектору призвели до вагомих змін у сфері фінансового та монетарного регулювання в останні десятиліття. Стає актуальним дослідження нових умов формування монетарної політики та відповідної трансформації інструментів монетарного регулювання та каналів трансмісії. Особливою значення набуває дослідження наслідків модифікації монетарної політики розвинених країн, з огляду на їх системний вплив на світову економіку. Незаперечним є й той факт, що кризові явища у світовій економіці та посткризові зміни в економічній політиці на міжнародному рівні чинять вплив на національну економіку і вимагають відповідних трансформацій у макроекономічній політиці, в тому числі в грошово-кредитному регулюванні.

АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ

Основоположник школи монетаризму М. Фрідмен запропонував класичний аргумент на користь правил, а не свободи дій в макроекономічній політиці: монетарна влада може, керуючись найкращими намірами, погіршити економічне становище, стабілізуючи економіку дискреційними методами. На думку М. Фрідмена, ЦБ пови-

нен відмовитись від дискреційної політики на користь монетарного правила антициклічної політики [1]. В.Лі Хоскінс і О.Ф. Хампейдж [2] під монетарним протекціонізмом розуміли монетарні маніпуляції номінальним валютним курсом з метою досягнення поточних цілей грошово-кредитної політики. Попри політичну привабливість монетарного протекціонізму, його вплив на умови торгівлі невизначений з причини високих інфляційних ризиків. К.Дж. Нілі [3] монетарний протекціонізм ідентифікував як маніпулятивний інструмент монетарної політики. Як елемент економічного інтервенціонізму розглядав монетарну політику Т.А. Зіммерман. До арсеналу маніпулятивних монетаристських інструментів Центральних банків, які призводять до викривлення торгівлі і сповзання у протекціонізм через свої негативні побічні ефекти, він відносив скорочення процентних ставок, кількісне пом'якшення та валютні інтервенції. Інтервенційні дії уряду, на думку Т.А. Зіммермана, є не стільки свідченням його потужності, скільки ознакою ерозії його дієвості [4].

ПОСТАНОВКА ЗАВДАННЯ

Мета статті полягає у виокремленні серед інструментів монетарної політики тих із них, що володіють неопротекціоністським потенціалом, який виражається у здатності країн, що зберегли монетарний суверенітет, ефективно досягати цілей, закріплених в мандаті Центрального Банку та здійснювати стимулювальний вплив на посткризове відновлення економіки.

ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ ДОСЛІДЖЕННЯ

У сучасній практиці численних розвинених країн та країн, що розвиваються, в мандаті ЦБ закріплено дві основні цілі, якими ЦБ керується в процесі розробки монетарної політики:

1. Досягнення низького та стабільного рівня безробіття. Мають бути закладені оптимальні основи грошово-кредитної політики, що забезпечуватимуть високий та стабільний рівень виробництва товарів і послуг, за якого досягатиметься низький рівень безробіття.

2. Досягнення низького та стабільного рівня інфляції.

На наступному етапі ЦБ визначають проміжні цілі грошово-кредитної політики. Проміжна ціль — це економічна змінна, яку ЦБ обирає для контролю, оскільки вважає, що вона узгоджується з основними цілями (бажаним рівнем безробіття та інфляції, над якими ЦБ немає прямого контролю). Доцільно виокремити два фактори, що пояснюють використання ЦБ проміжних цілей. По-перше, вкрай важко спрямувати інструменти грошово-кредитної політики безпосередньо на досягнення основних цілей. По-друге, навіть якщо ЦБ досконало знає механізм функціонування економіки, він зазвичай не володіє достатньою інформацією для прийняття найкращого рішення для прямого досягнення основних цілей. При виборі проміжних цілей ЦБ послуговується переліком критеріїв, зокрема проміжна ціль має задовольняти такі умови:

1. Узгодженість з основними цілями ЦБ.

2. Вимірюваність: у ЦБ не має бути сумніви щодо розміру економічної змінної, що використовується як проміжна ціль.

3. Своєчасність: надійна інформація про проміжну ціль має своєчасно надходити до ЦБ.

4. Контрольованість: необхідно чітко розуміти залежність між інструментами політики ЦБ та змінною, щоб контролювати значення проміжною змінною.

До проміжних цілей грошово-кредитної політики належать, в першу чергу, змінні фінансового ринку, які ЦБ напряму контролює: відсоткові ставки (таргетування номінальної відсоткової ставки); грошова маса (таргетування грошової маси); таргетування кредитних агрегатів (або обсягу банківського кредитування, або загального обсягу кредитування в економіці) [5].

Водночас не завжди варто обмежуватися змінними фінансового ринку. Серед інших проміжних цілей грошово-кредитної політики доцільно виокремити номінальний дохід (таргетування номінального національного доходу), рівень товарних цін (на товарний кошик або специфічні товари), різницю в ставках (спред) за довгостроковими та короткостроковими цінними паперами [5]. Таргетуючи різницю в ставках, дії ЦБ виходять за рамки регулювання однієї ставки. Різниця в ставках на фінансові інструменти з різними термінами погашення значною мірою залежить від очікувань щодо майбутніх короткострокових ставок. Тому таргетуючи спред, ЦБ вживає заходи монетарної політики, що залишають незмінними очікування щодо відсоткових ставок. Безумовно, вибір проміжних цілей монетарної політики визначений поточними ринковими умовами та економічними очікуваннями суб'єктів господарювання, докорінні зміни в яких породжують відповідні зміни у виборі проміжних цілей.

Згідно з методологією, запропонованою МВФ, виділяють наступні монетарні режими, які відрізняються так званим монетарним якорем (або проміжним цільовим орієнтиром), що лежить в основі монетарної пролітики: таргетування валютного курсу (номінальний якор — валютний курс); монетарне таргетування (номінальний якор — один з грошових агрегатів); таргетування інфляції (проміжний цільовий орієнтир — прогноз інфляції або інфляційні очікування); інші режими монетарної політики.

Традиційно в теорії та практиці монетарної політики існувала дилема між монетарними правилами та свободою дій. Залишається відкритим питання, чи повинна політика ЦБ визначатися на основі певних монетарних правил (політика за правилами) чи повинна гнучко реагувати на обставини (дискреційна політика). Правила грошово-кредитної політики — це стратегія політики, за якої ЦБ бере на себе зобов'язання дотримуватися визначеного правила незалежно від тенденцій розвитку економіки та фази циклу. Існують численні приклади правил грошово-кредитної політики: зобов'язання підтримувати відсоткову ставку на незмінному рівні $x\%$, збільшувати грошову масу на $x\%$ при кожному зростанні відсоткової ставки на 1% , підтримувати різницю в $x\%$ між відсотковою та обліковою ставками, щорічно збільшувати грошову масу на $x\%$. Правило грошово-кредитної політики необов'язково вимагає ЦБ підтримувати на незмінному рівні змінну, що є проміжною чи основною ціллю. Правило — це зафіксоване зобов'язання дотримуватися визначеної стратегії незалежно від динаміки макроекономічних показників та економічної кон'юнктури.

Вочевидь, свобода дій в грошово-кредитній політиці означає відсутність правил. Дискреційна політика передбачає зміну поточної політики, швидке реагування ЦБ у відповідь на зміну ринкових умов та економічної кон'юнктури, економічні негаразди та виклики з мінімальними обмеженнями на операції на відкритому ринку, рефінансування чи резервні вимоги. Свобода дій знаходить свій прояв у діях ЦБ кожного разу, коли він незаплановано реагує на ринкові умови [6]. Для досягнення поставлених цілей застосовуються різні методи грошово-кредитного регулювання. Залежно від характеру впливу на об'єкти регулювання розрізняють наступні методи грошово-кредитного регулювання:

— Адміністративні (прямі) методи державного регулювання, які передбачають встановлення державою або її органом обов'язкових для суб'єктів грошово-кредитного регулювання норм та нормативів.

— Економічні (непрямі) методи державного регулювання.

— Змішані, тобто поєднання адміністративних та економічних методів [7, с. 203—204].

Базове правило економічної політики передбачає, що кількість різноманітних засобів (інструментів) економічної політики у розпорядженні ЦБ має відповідати кількості встановлених ним цілей. Теоретично інструментарій грошово-кредитної політики доволі широкий. Інструменти грошово-кредитної політики — це сукупність конкретних заходів і методів державного регулювання економіки, спрямованих на зміну показників грошової маси і обсягів кредитування в економіці. До основних інструментів грошово-кредитної політики належать:

— Встановлення прямих лімітів кредитування.

— Пряме регулювання депозитних та кредитних відсоткових ставок.

— Інтервенції на валютному ринку.

— Регулювання резервних вимог. З метою підтримки обсягу грошової маси у визначених межах, регулювання банківської ліквідності та зниження рівня інфляції ЦБ змінюють норму обов'язкових резервів комерційних банків, що зберігаються на рахунках в ЦБ в якості забезпечення банківських зобов'язань за кредитами;

— Регулювання облікової ставки. Облікова ставка використовується ЦБ в операціях з комерційними банками з обліку короткострокових державних облигацій, комерційних векселів та інших цінних паперів, що відповідають кредитним вимогам ЦБ. ЦБ, встановлюючи рівень облікової ставки, визначає вартість залучення ресурсів комерційними банками. Чим вищий рівень офіційної облікової ставки, тим вища вартість кредитів рефінансування ЦБ (і навпаки).

— Операції на відкритому ринку (купівля-продаж ЦБ цінних паперів). У результаті придбання ЦБ цінних паперів в рамках операцій на відкритому ринку збільшується обсяг власних резервів комерційних банків та банківської системи в цілому, що призводить до зміни вартості кредиту, і як наслідок, попиту на гроші. Продаж ЦБ цінних паперів використовується для вилучення надлишкової грошової маси з обігу. Операції на відкритому ринку розрізняють залежно від умов угоди: купівля-продаж на умовах спот або купівля на термін з обов'язковим зворотнім продажем (зворотні операції або РЕПО). Зворотні операції мають більш м'який вплив на грошовий ринок і вважаються більш гнучким методом регулювання, завдяки чому зростає як привабливість РЕПО, так і масштаби їхнього застосування [7, с. 205—206].

Важливим фактором, що визначає дієвість монетарної політики, тобто її здатність стримувати інфляцію в межах визначеного цільового діапазону, вважається ефективність та якість трансмісійного механізму, в рамках якого дії ЦБ (зміна ключової ставки, валютні інтервенції, публічні звернення керівництва ЦБ щодо намірів) призводять до прогнозованої реакції фінансового і реального секторів економіки, а також прогнозованої динаміки цін. Якщо фінансові інститути недостатньо розвинені, то сигнали, які надсилає ЦБ будуть спотворені і не досягнуть поставленої мети, а проведена монетарною владою політика буде недієвою. Якість трансмісії залежить від рівня структурованості та розвитку фінансового сектора, що є необхідною умовою досягнення стабільно низьких темпів зростання цін.

Монетарний неопротекціонізм, на нашу думку, передбачає застосування інструментів нетрадиційної монетарної політики як форми антициклічної політики, покликаної попередити негативні наслідки кризових процесів у фінансовому секторі і здійснювати стимулювальний вплив на відновлення потенціалу зростання реальної економіки. Монетарний неопротекціонізм має за мету регулювання "дилеми несумісної трійці" і передбачає встановлення компромісу між проведенням незалежної монетарної політики, контролем обмінного курсу, зберіганням відкритим капітального рахунку, а також управлінням потоками капіталів.

До його проявів ми відносимо:

1. Реалізацію політики кількісного пом'якшення.

До цього заходу вдавались США, ЄС та Японія. Кількісне послаблення сприяє знеціненню валюти країни

двома шляхами: по-перше, воно впливає на очікування спекулянтів щодо можливості падіння вартості валюти; по-друге, значне збільшення пропозиції національної валюти призводить до зниження внутрішньої відсоткової ставки в порівнянні з відсотковими ставками країн, у яких кількісне послаблення не застосовується [8; 9]. У свою чергу, це спричиняє зростання обсягів капіталу в девальвованій валюті, що переміщується до країн із вищими відсотковими ставками, для збільшення вигоди від інвестування і торгівлі, що призводить до подорожчання валюти цих країн. Таким чином, експорт країни-одержувача капіталу буде підірвано внаслідок зростання її валютного курсу, а зростання імпорту з країни, що здійснила кількісне послаблення, спричинить порушення торговельного балансу на користь ініціатора кількісного послаблення). Вплив політики кількісного пом'якшення на країни, що розвиваються, різниться залежно від: рівня їхньої сконцентрованості на торговельних та фінансових зв'язках з розвиненими країнами; стадії бізнес-циклу, на якій вони перебувають; здатності монетарних органів регулювати потоки капіталів.

2. Маніпулювання політикою процентної ставки, у тому числі встановлення негативної процентної ставки.

До основних каналів трансмісії від'ємних відсоткових ставок належать такі:

1. Через зміну структури портфелю активів: нижчі безризикові ставки заохочували інвесторів купувати активи, більш ризикові за урядові цінні папери — акції, корпоративні облигації, нерухомість. На додаток до того, нижчі ставки дозволили здешевити вартість ресурсів для великих корпорацій, які можуть напряму залучати фінансування через випуск комерційних паперів та корпоративних облигацій [10].

2. Через канал банківського кредитування (тобто через зміну банками кредитних і депозитних ставок). Однак вплив від'ємних відсоткових ставок на відсоткову політику банків значною мірою залежить від їхнього функціонального профілю, операційних моделей та основних каналів залучення коштів. У переважній більшості випадків відбулося зниження банківських кредитних ставок з моменту запровадження від'ємних відсоткових ставок.

3. Через валютний курс. Переструктурування портфелів в деяких випадках супроводжувалося відтоком капіталу з країни та знеціненням національної валюти (зокрема в Данії), в той час як в інших країнах курсові коливання були викликані іншими факторами. [11].

Негативні реальні відсоткові ставки зустрічаються як в розвинених країнах, так і країнах, що розвиваються, в умовах, коли темпи інфляції перевищують рівень номінальних відсоткових ставок [12; 13]. Впродовж десятиріч відбувалося зниження реальних відсоткових ставок, викликаного такими фундаментальними структурними факторами як старіння населення та активна участь в світовій економіці Китаю, що має надлишок заощаджень. Якісно новим явищем для світової економіки є саме від'ємні номінальні відсоткові ставки, які встановлюються на кошти комерційних банків або їх частину, що зберігаються на рахунках в центральних банках. Вони покликані забезпечити додаткові стимули та полегшити умови фінансування, необхідні, в свою чергу, для підтримки сукупного попиту та цінової стабільності. Однак існують обмеження на період панування від'ємних відсоткових ставок та максимальну нижню межу [11].

Тривалий час панувала думка, що ЦБ не можуть опустити відсоткові ставки нижче нуля. Інакше, в такому випадку комерційні банки змушені були б переглянути власні депозитні ставки у бік зниження. Це б могло призвести до масштабного вилучення коштів з банківської системи суб'єктами господарювання. Однак політика від'ємних відсоткових ставок не позбавлена змісту. В умовах, коли комерційні банки несуть витрати при утриманні надлишкової ліквідності на рахунках в ЦБ, з'являється стимул надавати більше коштів в кредит суб'єктам господарювання, які, в свою чергу, більше споживатимуть та більше інвестуватимуть у нові виробничі потужності. Зростатиме економіка і зменшуватимуться ризики дефляції. Від'ємні відсоткові ставки покликані стимулювати приватний сектор витратити більше, підвищувати сукупні витрати, полегшувати доступ до фінансових ресурсів та забезпечувати цінову стабільність. У випадку малих економік від'ємні відсоткові ставки можуть також застосовуватися для попередження притоку капіталу та зростання вартості національної валюти [11].

Загалом, оскільки від'ємні відсоткові ставки покликані стимулювати внутрішній сукупний попит, банки можуть отримати додаткові вигоди від підвищення кредитної якості, зменшення кількості безнадійних кредитів, зростання попиту на кредитні ресурси, а також додаткові капітальні доходи на активи, які вони утримують на балансах. Вочевидь, для банків, нездатних генерувати більше доходів завдяки розширенню обсягів кредитування або стягненню додаткових комісій з вкладників, від'ємні відсоткові ставки можуть загрожувати зниженням прибутковості [14, с. 19].

Хоча і практика застосування від'ємних відсоткових ставок поки доволі обмежена, накопичений досвід вказує на те, що застосування від'ємних відсоткових ставок сприяло формуванню додаткових монетарних стимулів і мало загальний позитивний ефект для покращення кредитних умов та підтримки сукупного попиту [11]. Від'ємні відсоткові ставки допомогли знизити вартість залучення фінансування для банків та підвищити вартість активів на балансах банків. На додаток до того, від'ємні відсоткові ставки суттєво зміцнили сигнальний ефект монетарної політики ЄЦБ.

У деяких країнах також відбулося зниження ставок за кредитами для суб'єктів господарювання, що дозволило частково розширити кредитування та поживати економічне зростання. Побоювання щодо скорочення прибутковості банків поки переважно не справдились. Однак варто зазначити, що хоч м'яка монетарна політика і вкрай необхідна для стимулювання дуже слабого економічного зростання та попередження дефляції, існують обмеження щодо тривалості панування та рівня від'ємних відсоткових ставок. Подальше скорочення відсоткової ставки може послабити механізм монетарної трансмісії, оскільки кредитні ставки знижуватимуться повільно, а депозити будуть вилучатися і зростатиме обіг готівки. Скорочення прибутковості банків може перешкодити бажаному розширенню кредитування та, в результаті, поставити під сумнів успішність проведення ультрам'якої монетарної політики. В перспективі пом'якшення монетарної політики має відбуватися переважно за рахунок програм кредитного пом'якшен-

ня (зокрема розширення програм придбання активів). Монетарна політика має бути складовою поміркованою та збалансованою стратегією, що має також передбачати проведення комплексних структурних реформ, стимулюючої фіскальної політики та пруденційної політики, яка б забезпечила міцність та стійкість фінансового сектору.

3. Трансформацію механізму монетарної трансмісії.

Трансформація монетарної політики супроводжуватиметься змінами в каналах передачі впливу заходів політики, викликаних незворотними структурними змінами у фінансовому секторі. У структурі послуг фінансового сектору спостерігається поступовий, проте неухильний рух від банківського кредитування до випуску боргових цінних паперів та відповідного розширення присутності та ролі небанківських фінансових установ. Останні мають відмінні від банків операційні моделі та регуляторні режими. Підтвердженням цього слугує зростання частки боргового фінансування по відношенню до банківського кредитування як у розвинених країнах, так і в країнах, що розвиваються [15, с. 50]. Посилення ролі небанківських фінансових установ може позначитися на механізмі монетарної трансмісії. Традиційно ключова роль була закріплена за банками, тому не виключено, що небанківські установи реагуватимуть інакше на заходи монетарної політики, змін зазнають масштаби та характер операцій як банків, так і небанківських установ.

ВИСНОВКИ З ПРОВЕДЕНОГО ДОСЛІДЖЕННЯ

Практика проведення монетарної політики розвинених країн світу вказує на те, що останні були прибічниками дискреційної політики. Саме дискреційна монетарна політика в результаті докорінних структурних змін у світовій економіці, що загострилися в період світової фінансової кризи, еволюціонувала в нетрадиційну монетарну політику як форму антициклічної політики, покликаної попередити падіння фінансового сектору та реальної економіки в розвинених країнах світу. Монетарна політика змушена була пристосовуватися та реагувати на зміни в механізмі трансмісії, породженні структурними змінами у фінансовому секторі. З наведеного вище стає очевидним, що монетарний неопротекціонізм дедалі активніше стає інструментом як стабілізаційної, так і стимулювальної політики розвинених країн, що яскраво демонструє всі переваги володіння монетарним суверенітетом. Використання дискреційних інструментів монетарної політики уможливорює гнучке реагування на мінливі умови.

Література:

1. Friedman M. The Role of Monetary Policy / M. Friedman // American Economic Review. — 1968. — Vol. 58, No. 1. — P. 1—17.
2. Hoskins W. Lee. A Critique of Monetary Protectionism [Electronic resource] / W. Lee Hoskins, O.F. Humpage // Federal Reserve Bank of Cleveland, Economic Commentary. — 1990. — Mode of access: file:///C:/Users/admin/Downloads/ec%2019900515%20a%20critique%20of%20monetary%20protectionism%20pdf.pdf

3. Neely Ch.J. The Difference Between Currency Manipulation and Monetary Policy [Electronic resource] / Ch.J. Neely. — 2011. — Mode of access: <https://files.stlouisfed.org/files/htdocs/publications/es/11/ES1105.pdf>

4. Zimmermann T.A. The dangerous rise of economic interventionism [Electronic resource] / T.A. Zimmermann. — 2010. — Mode of access: https://mpr.ub.uni-muenchen.de/37262/1/MPRA_paper_37262.pdf

5. Миллер Р. Современные деньги и банковское дело / Р.Л. Миллер, Д.Д. Ван-Хуз; Пер. с англ. — М.: ИНФРА-М, 2000. — 881 с.

6. Borio C. Unconventional Monetary Policies: An Appraisal [Electronic resource] / C. Borio, P. Disyatat / Bank for International Settlements. — 2009. — Mode of access: <http://www.bis.org/publ/work292.pdf>

7. Захаров П.В. Денежно-кредитная политика Европейского центрального банка на современном этапе / П.В. Захаров. // Проблемы национальной стратегии. — 2016. — № 4. — С. 195—217.

8. Avdjiev S. The ECB's QE and Euro Cross-Border Bank Lending / S. Avdjiev, A. Subelyte, E. Takats // BIS Quarterly Review, September. — 2016. — №3. — P. 99—113.

9. Quantitative and Qualitative Monetary Easing (QQE) [Electronic resource] // Bank of Japan. — 2016. — Mode of access: https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2016/09/1610-governor-kuroda_brookings.pdf

10. Riet A. The ECB's Fight against Low Inflation: On the Effects of Ultra-Low Interest Rates [Electronic resource] / Ad van Riet // International Journal of Financial Studies. — 2017. — Mode of access: www.mdpi.com/2227-7072/5/2/12/pdf

11. Vinals J. How Do Negative Interest Rates Work? The IMF Explains [Electronic resource] / Jose Vinals // World Economic Forum. — 2016. — Mode of access: <https://www.weforum.org/agenda/2016/04/how-do-negative-interest-rates-work-the-imf-explains/>.

12. Bech M. How Have Central Banks Implemented Negative Policy Rates? / M. Bech, A. Malkhozov // BIS Quarterly Review. — 2016. — № 1. — P. 31—44.

13. Heider F. Life Below Zero: Bank Lending under Negative Policy Rates [Electronic resource] / F. Heider, F. Saidi, G. Schepens // Stockholm School of Economics & CEPR. — 2016. — Mode of access: https://www.ecb.europa.eu/pub/conferences/shared/pdf/20161027_monetary_policy_pass_through/Life_Below_Zero_Bank_Lending_Under_Negative_Policy_Rates.pdf

14. Jobst A. Negative Interest Rate Policy (NIRP): Implications for Monetary Transmission and Bank Profitability in the Euro Area [Electronic resource] / A. Jobst, H. Lin // International Monetary Fund. — 2016. — Mode of access: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2016/wp16172.pdf>

15. Global Financial Stability Report: Fostering Stability in a Low-Growth, Low-Rate Era [Electronic resource] // International Monetary Fund. — 2016. — Mode of access: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2016/02/>

References:

1. Friedman, M. (1968), "The Role of Monetary Policy", American Economic Review, vol. 58, no. 1, pp. 1—17.

2. Hoskins, W. Lee. and Humpage, O.F. (1990), "A Critique of Monetary Protectionism", available at: <file://C:/Users/admin/Downloads/ec%2019900515%20a%20critique%20of%20monetary%20protectionism%20pdf.pdf> (Accessed 14 November 2017).

3. Neely, Ch.J. (2011), "The Difference Between Currency Manipulation and Monetary Policy", available at: <https://files.stlouisfed.org/files/htdocs/publications/es/11/ES1105.pdf> (Accessed 14 November 2017).

4. Zimmermann, T.A. (2010), "The dangerous rise of economic interventionism", available at: https://mpr.ub.uni-muenchen.de/37262/1/MPRA_paper_37262.pdf (Accessed 14 November 2017).

5. Miller, R. and Van-Huz, D.D. (2000), Sovremennye den'gi i bankovskoe delom [Modern money and banking], INFRA-M, Moskva, Rossija.

6. Borio, C. and Disyatat, P. (2009), "Unconventional Monetary Policies: An Appraisal", Bank for International Settlements, available at: <http://www.bis.org/publ/work292.pdf> (Accessed 16 November 2017).

7. Zaharov, P. V. (2016), "Monetary policy of the European Central Bank at the present stage", Problemy nacional'noj strategii, vol. 4, pp. 195—217.

8. Avdjiev, S. Subelyte, A. and Takats, E. (2016), "The ECB's QE and Euro Cross-Border Bank Lending", BIS Quarterly Review, September, vol. 3, pp. 99—113.

9. The official site of Bank of Japan (2016), "Quantitative and Qualitative Monetary Easing (QQE)", available at: https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2016/09/1610-governor-kuroda_brookings.pdf (Accessed 16 November 2017).

10. Riet, A. (2017), "The ECB's Fight against Low Inflation: On the Effects of Ultra-Low Interest Rates", International Journal of Financial Studies, available at: www.mdpi.com/2227-7072/5/2/12/pdf (Accessed 20 November 2017).

11. Vinals, J. (2016), "How Do Negative Interest Rates Work? The IMF Explains", World Economic Forum, available at: <https://www.weforum.org/agenda/2016/04/how-do-negative-interest-rates-work-the-imf-explains/> (Accessed 20 November 2017).

12. Bech, M. and Malkhozov, A. (2016), "How Have Central Banks Implemented Negative Policy Rates?", BIS Quarterly Review, vol. 1, pp. 31—44.

13. Heider, F. Saidi, F. and Schepens, G. (2016), "Life Below Zero: Bank Lending under Negative Policy Rates", Stockholm School of Economics & CEPR, available at: https://www.ecb.europa.eu/pub/conferences/shared/pdf/20161027_monetary_policy_pass_through/Life_Below_Zero_Bank_Lending_Under_Negative_Policy_Rates.pdf. (Accessed 20 November 2017).

14. Jobst, A. and Lin, H. (2016), "Negative Interest Rate Policy (NIRP): Implications for Monetary Transmission and Bank Profitability in the Euro Area", available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2016/wp16172.pdf>. (Accessed 20 November 2017).

15. International Monetary Fund (2016), "Global Financial Stability Report: Fostering Stability in a Low-Growth, Low-Rate Era", available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2016/02/> (Accessed 20 November 2017).

Стаття надійшла до редакції 26.11.2017 р.