

**Я. В. Белінська**

доктор економічних наук, професор,
завідувач кафедри міжнародної економіки,
Національний університет державної податкової
служби України, Ірпінь, Україна
yanina@nusta.com.ua

УДК 330.142.22:330.341.1

**А. В. Качур**

здобувач, Національний університет державної
податкової служби України, Ірпінь, Україна

ВПЛИВ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ НА МАКРОПОКАЗНИКИ КОНКУРЕНТОСПРОМОЖНОСТІ ЕКОНОМІКИ

Анотація. Підвищення конкурентоспроможності національної економіки є одним із найголовніших завдань сьогодення. Проте в умовах глобалізації вплив грошово-кредитних інструментів трансформується. У статті розглянуто напрями і визначено рівень впливу грошово-кредитної політики на конкурентну спроможність економіки на основі дослідження зв'язків між монетарними та макроекономічними змінними. На цих засадах окреслено шляхи вдосконалення грошово-кредитної політики НБУ для підвищення конкурентоспроможності економіки України.

Ключові слова: конкурентоспроможність; грошово-кредитна політика; валютна політика; кредитування; процентні ставки; грошова маса; експорт; Національний банк України.

Я. В. Белинская

доктор экономических наук, профессор, заведующая кафедрой международной экономики,
Национальный университет государственной налоговой службы Украины, Ирпень, Украина

А. В. Качур

соискатель, Национальный университет государственной налоговой службы Украины, Ирпень, Украина

**ВЛИЯНИЕ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ НА МАКРОПОКАЗАТЕЛИ
КОНКУРЕНТОСПОСОБНОСТИ ЭКОНОМИКИ**

Аннотация. Повышение конкурентоспособности национальной экономики является одной из самых важных задач современности. Однако в условиях глобализации влияние денежно-кредитных инструментов трансформируется. В статье рассмотрены направления, и уровень воздействия денежно-кредитной политики на конкурентную способность экономики на основе исследования зависимостей между монетарными и макроекономическими переменными. На базе полученных результатов анализа определены пути совершенствования денежно-кредитной политики НБУ, направленные на повышение конкурентоспособности экономики Украины.

Ключевые слова: конкурентоспособность; денежно-кредитная политика; валютная политика; кредитование; процентные ставки; денежная масса; экспорт; Национальный банк Украины.

Yanina Belinska

D.Sc. (Economics), Professor, National University of the State Tax Service of Ukraine, Irpin town, Ukraine
31 Karl Marx Str., Irpin town, 08201, Kyiv Region, Ukraine

Anna Kachur

PhD Seeker, National University of the State Tax Service of Ukraine, Irpin town, Ukraine
31 Karl Marx Str., Irpin town, 08201, Kyiv Region, Ukraine

INFLUENCE OF MONETARY POLICY ON MACROINDICATORS OF ECONOMY'S COMPETITIVENESS

Abstract. Increasing competitiveness of the national economy is one of the most challenging problems of today. The authors review directions of monetary policy and define what impact this policy makes on the competitiveness of economy based on research of links between monetary and macroeconomic variables. It was concluded that the National Bank of Ukraine (NBU) used interest rate as an instrument of monetary variables correction rather than as the instrument to increase competitiveness. It is proved that for quite a long time there has been condition of partial disequilibrium of money market in Ukrainian economy. This condition reflects in too high risks, which, in turn, maintain high level of interest rates leading to relative money deficit in real sector of economy and relative surplus in the banking sector. Such disequilibrium partially distorts incentive effect of monetary policy. In order to stimulate competitiveness, it is necessary to decrease interest rates, activate interest rate channel of monetary transmission mechanism, improve the structure of emission mechanism and reduce dollarization. In order to solve the above mentioned problems, it is required to activate market mechanisms and use other regulatory mechanisms of money circulation. On this basis, we outline the ways to improve NBU monetary policy to increase competitiveness of Ukraine's economy.

Keywords: competitiveness; monetary policy; crediting; interest rates; money supply; export; the National Bank of Ukraine.

JEL Classification: E52

Постановка проблеми. Завдання підвищення конкурентоспроможності економіки України є одним із чільних серед пріоритетів економічної політики. За результатами Звіту глобальної конкурентоспроможності, у 2013 році Україна втратила в рейтингу глобальної конкурентоспроможності 11 позицій, перемістившись із 73-го до 84 місця та отримавши показник 4,1 бали з-поміж 7 можливих [1].

При цьому протягом останніх семи років індекс конкурентоспроможності України практично не покращився (максимальне значення – 72 було у 2008 р.), тоді як Казахстан, наприклад, тільки за 2012 р. піднявся на 21 позицію – з 72-го до 51 місця.

Для науково обґрунтованого вибору інструментів підвищення конкурентоспроможності необхідно виявити її

проблеми та перешкоди. У Звіті про конкурентоспроможність Глобального економічного форуму 2013-2014 відзначено фактори, що гальмують ведення бізнесу в Україні, а саме: доступ до фінансування і валютне регулювання (16,7% респондентів), корупція – (15,5%), бюрократія (13,4%). Людські фактори, серед яких рівень підготовки персоналу та ставлення робітників до виконання обов'язків, на думку респондентів, мають найменш негативний вплив на розвиток бізнесу в нашій країні [1]. Таким чином, вирішальна роль у підвищенні конкурентоспроможності економіки України має належати фінансовій, структурній, інноваційній, кадровій політиці держави, боротьбі з корупцією. У цьому контексті найбільш дієвою, здатною швидко забезпечити ефект, є монетарна політика, і насамперед така її складова, як грошово-кредитна політика.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Питанням підвищення конкурентоспроможності національної економіки та вдосконалення грошово-кредитної політики присвячено багато праць українських і зарубіжних учених. Велику увагу дослідженню конкурентоспроможності вітчизняної економіки приділяють фахівці Національного інституту стратегічних досліджень, Національного банку України. Для поглиблення наукових засад монетарної політики українські науковці Довгаль Ю. С., Савченко Т. В., Онищенко В. О. розробили комплекс зв'язків між монетарними і макроекономічними змінними [2]. Науковий пошук механізмів ефективного застосування монетарних інструментів підвищення конкурентоспроможності здійснюється такими західними фахівцями, як Мадитган Б. (Maditgan, 2009) [3], Боріо К. (Borio, 2010) Дісйатат П. (Disyatat, 2010) [4], Бернанке Б. (Bernanke, 2009, 2012) [5; 6], Мінегіші М. і Корнеде Б. (Minegishi & Courmede, 2010 [7], Ямаока Х. та Сіед М. (Yamaoka & Syed, 2010) [8]. Віддаючи належне науковим розробкам вітчизняних і зарубіжних учених, слід вказати, що в нинішніх умовах підходи до підвищення конкурентоспроможності економіки шляхом застосування монетарних заходів мають бути переглянуті на основі врахування сучасних особливостей розвитку економічної системи та нових факторів її конкурентоспроможності.

Мета статті – дослідження напрямів і визначення рівня впливу грошово-кредитної політики на макропоказники конкурентоспроможності економіки, що дозволить розробити науково обґрунтовані рекомендації стосовно механізмів її підвищення.

Основні результати дослідження. Вагомість грошово-кредитної політики як засобу підвищення конкурентоспроможності визначається факторами монетарної політики. Вона може безпосередньо впливати, по-перше, на

базові (високотехнологічні) фактори конкурентоспроможності, здійснюючи підтримання достатнього обсягу грошової маси в обігу і прийнятного рівня процентних ставок, що робить доступним отримання кредиту, по-друге, на вторинні фактори (ціни, витрати, продуктивність праці) через зміну валютного курсу, процентних ставок, динаміку цін. Названі механізми визначають ефективність монетарних важелів підтримання конкурентоспроможності як у короткостроковому періоді – шляхом використання цінових важелів, протекціоністських методів, так і в довгостроковому періоді – застосовуючи нецінові та конкурентні методи, що сприятимуть активізації інноваційних факторів конкурентоспроможності.

Вплив монетарної політики на конкурентоспроможність розпочинається зі змін в інструментах монетарної політики і закінчується передачею цих імпульсів макроекономічним змінним по каналах монетарної трансмісії. Для оцінки впливу грошово-кредитної політики на конкурентоспроможність економіки ми провели порівняльний аналіз динаміки грошово-кредитних показників (обсяг грошової маси в обігу, кредити, процентні ставки) та окремих економічних показників, що свідчать про рівень конкурентоспроможності країни (насамперед, ВВП, продуктивність праці, ціни, рівень зарплати). При цьому було враховано значення індексу конкурентоспроможності, що розраховується Всесвітнім економічним форумом. Вихідні дані й отримані результати представлено в табл. 1 і табл. 2.

Зважаючи на потужність кризових подій у 2008–2009 рр. та відповідний злам економічних тенденцій, ми поділили період 2004–2008 рр. на два періоди – 2004–2008 рр. і 2009–2013 рр. Наші розрахунки засвідчили доцільність такого підходу, позаяк отримані коефіцієнти кореляції виявилися різними у ці два періоди (табл. 2).

За результатами аналізу кореляції темпів приросту МЗ з основними макроекономічними показниками можна дійти таких висновків. У докризовий період зростання МЗ мало незначний негативний вплив на динаміку ВВП, у посткризовий період цей вплив суттєво посилюється і став позитивним, що підкреслює необхідність проведення НБУ стимулюючої політики. При цьому в обидва періоди спостерігалася негативна кореляція між динамікою МЗ та ІСЦ, що засвідчує переважно немонетарну природу інфляції в Україні. При цьому істотний позитивний кореляційний зв'язок МЗ і реальної заробітної плати показує напрям спрямування грошових потоків – здебільшого на стимулювання споживчого попиту, а не інвестиційних процесів, фінансування яких формує основу для підвищення конкурентоспроможності. Відтак у зазначеному періоді коре-

Таблиця 1
Окремі показники для визначення рівня конкурентоспроможності України у 2003-2013 рр.

Показник	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Загальний індекс глобальної конкурентоспроможності					73	72	82	89	82	73	84
ВВП, млн. грн.	267334	345113	441452	544153	720731	948056	913345	1082569	1302079	1412382	1454931
ВВП, темп росту до попереднього року	109,6	112,11	102,7	107,3	107,9	102,3	85,2	104,1	105,2	100,3	100
Реальна заробітна плата, темп росту до попереднього року	113,8	120,8	131,5	111,7	110,3	97	99,1	110,5	111	111,1	106,8
ІСЦ	105,2	109	113,5	109,1	112,8	125,2	115,9	109	108	100,6	99,7
Кількість зайнятих, млн. осіб	20,16	20,29	20,68	20,73	10,9	20,97	20,19	20,26	20,321	20,35	20,4
Продуктивність праці, грн. на 1 зайнятого	13260,6	17009,0	21346,8	26249,5	66122,1	45210,1	45237,4	53433,8	64075,5	69404,5	71320,1
Частка машинобудування та хімічної промисловості в загальному обсязі реалізованої продукції, % (дані до 2009 р. за КВЕД-2005)	18,6	19,6	19,1	19,9	19,8	19,9	16,6	13,3	15	15,2	
Експорт, млн. дол. США	23 739	33 432	35 024	38 949	49 840	67 717	40 394	52 191	69 418	70 236	64984
Імпорт, млн. дол. США	-23 221	-29 691	-36 159	-44 143	-60 412	-83 808	-44 701	-60 579	-85 670	-89 714	-84582
МЗ, млн. грн.	95 043	125 801	194 071	261 063	396 156	515 727	487 298	597 872	685 515	773 199	908 994
ВК, грн. за 100 дол. США	533	530	505	505	505	770	798	796,17	798,98	799,3	799,3
Середньозважена ставка за кредитами в річному обчисленні, %	17,5	15,2	14,6	14,1	13,5	16	18,3	14,6	14,3	15,5	14,4
Кредити, темп росту до попереднього року, %	161	131	161,9	171	174,1	172	98,5	101,3	109,4	101,7	111,7

Джерело: Розраховано за даними Державної служби статистики України та НБУ, а також The Global Competitiveness Report 2013-2014 [1]

Таблиця 2

Результати кореляційних залежностей основних макроекономічних показників від монетарних змінних, 2004-2013 рр.

Змінна	МЗ		Процентна ставка		Валютний курс		Кредити	
	2004-2008	2009-2013	2004-2008	2009-2013	2004-2008	2009-2013	2004-2008	2009-2013
Роки								
ВВП	-0,24318	0,923777	-0,79344	-0,70457	-0,52238	-0,93924	-0,65001	0,548955
Заробітна плата	0,516444	0,847836	-0,74165	-0,55208	-0,84497	-0,92117	-0,43561	0,366417
ІСЦ	-0,2079	-0,63796	0,929796	-0,20427	0,93129	0,758592	0,437564	-0,58886
Продуктивність праці	0,630178	0,635834	-0,43372	-0,62582	-0,55775	-0,60531	0,17421	0,155603
Частка високотехнологічної продукції	-0,77747	-0,19002	-0,39044	0,240268	-0,08735	0,098072	-0,53239	-0,46821
Коефіцієнт покриття експорту імпортом	-0,10542	0,089154	-0,77819	-0,00690	0,472138	-0,09872	-0,96186	0,467007
Темпи росту експорту	-0,56344	0,812054	0,077094	-0,71083	0,472138	-0,78658	-0,40263	0,372647
Кредити	0,2765	0,50508	0,678685	-0,27962	0,319898	-0,50475		
Процентна ставка	0,2318	-0,85579			1	0,917331	0,678685	-0,27962
Валютний курс	-0,54146	-0,97006	0,893921	-0,70979			0,319898	-0,50475
Монетарний агрегат МЗ			-0,2318	-0,85579	-0,54146	-0,97006		

Джерело: Розраховано за даними табл. 1

ляційний зв'язок між МЗ та продуктивністю праці хоч і був позитивним, але практично не змінився й залишився на рівні 0,6.

На рис. 1 наведено динаміку макроекономічних показників України, що найбільшою мірою корелюють із динамікою МЗ.

Коефіцієнт кореляції МЗ зі змінами питомої ваги в загальному обсязі експорту промислової продукції машинобудування і хімічної промисловості¹ був негативним, але

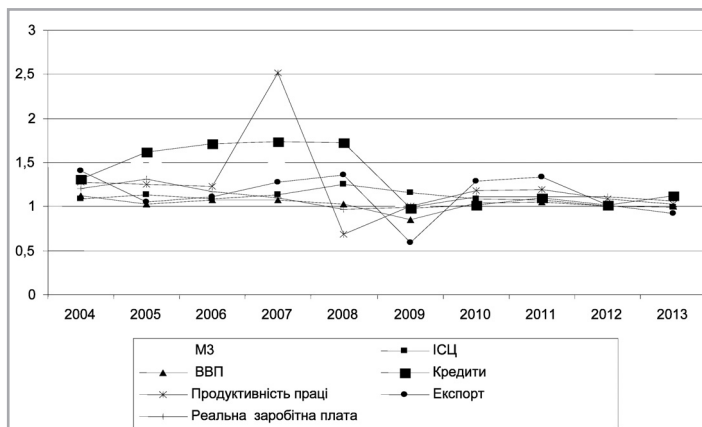


Рис. 1. Темпи зміни деяких монетарних та економічних факторів впливу на конкурентоспроможність національної економіки

Джерело: Побудовано за даними табл. 1

після кризи він послабився, що певною мірою обумовлено стимулюючим впливом девальвації гривні. Тому падіння темпів приросту МЗ у посткризовий період та відповідне звуження фінансових можливостей для проведення модернізації компенсувалося ціновими перевагами, що отримали зазначені галузі на зовнішньому і внутрішньому ринках. Загалом це означає, що нарощування грошової маси не веде до відчутних позитивних структурних зрушень у вітчизняній економіці, а лише стимулює внутрішній попит і в разі девальвації підтримує реалізацію товарів на зовнішніх ринках.

Як бачимо, приріст грошової маси мав переважно нейтральний вплив на реальні змінні, окрім експорту, проте суттєво позначався на монетарних показниках. Отже, в

¹ Дані двох галузей взято для аналізу, тому що на них припадає значна частка експорту з України, а відтак рівень їх конкурентоспроможності суттєво позначається на загальному рівні конкурентоспроможності країни загалом.

Україні стимулюючий вплив монетарної політики як інструменту підвищення конкурентоспроможності не використовується повною мірою: наголос часто робиться на цінових перевагах, а не на формуванні сприятливих монетарних умов для інвестиційно-інноваційних процесів, що лежать в основі покращання інноваційних факторів та підвищення ефективності.

За результатами дослідження кореляційного зв'язку між змінами процентної ставки і ВВП та заробітної плати можна констатувати наявність між ними істотного негативного зв'язку в докризові часи, який потім дещо послабився. Проте негативна залежність між динамікою процентної ставки і продуктивністю праці посилилася. Парадоксальним виглядає той факт, що зростання процентної ставки в посткризовий період позитивно корелювало зі збільшенням частки машинобудування та хімічної промисловості. На наш погляд, це пояснюється парадоксальним і сильнішим впливом отриманих ними унаслідок девальвації конкурентних переваг.

Окрім того, значення коефіцієнтів кореляції засвідчують використання процентної ставки як інструменту стримування падіння валютного курсу (негативний коефіцієнт кореляції між темпами їх приросту). З цих причин можемо говорити про наявність непрямого негативного впливу зростання процентних ставок на динаміку експорту, що виявлялося в негативній кореляції росту процентних ставок із коефіцієнтом покриття експортом імпорту в докризовий період. Принагідно зазначимо, що процентна ставка використовувалася НБУ передусім як інструмент коригування монетарних змінних, а не підвищення конкурентоспроможності, зокрема реального сектору економіки України. Це ілюструє рис. 2, де зображено динаміку змін середньозваженої ставки за кредитами, коефіцієнта покриття експортом імпорту та частки машинобудування і хімічної промисловості у ВВП як одного з показників структурних змін в економіці країни.

Важливим каналом монетарного трансмісійного механізму є кредитний канал, який тісно пов'язаний із процентним, і його активізація спроможна стимулювати темпи зростання ВВП на основі розширення фінансового забезпечення. Коефіцієнти кореляції між змінами процентної ставки та процесами кредитування показують, що в докризовий період спостерігалася негативна кореляція динаміки кредитів і росту ВВП, яка в посткризовий період змінилася на позитивну. На наш погляд, певною мірою це пояснюється тим, що до кризи кредити видавалися переважно на споживчі цілі, що стимулювало приплив імпорту (відповідно коефіцієнт покриття експортом імпорту знижувався), а відтак стримувало розвиток вітчизняного виробництва. Відповідно в докризовий період приріст кредитів супроводжувався підвищенням цін, натомість у посткризовий період через стримування кредитування на споживчі цілі прискорення інфляції не відбувалося.

Отже, для підвищення конкурентоспроможності продукції національних товаровиробників доцільно не лише стимулювати зростання обсягів кредитів, а й спрямовувати їх у пріоритетні напрями економічної діяльності. Однак це завдання виконується недостатньо ефективно, про що свідчить незначна позитивна кореляція динаміки кредитів із продуктивністю праці, яка є важливим фактором конкурентоспроможності економіки. Зазначимо, що так само,

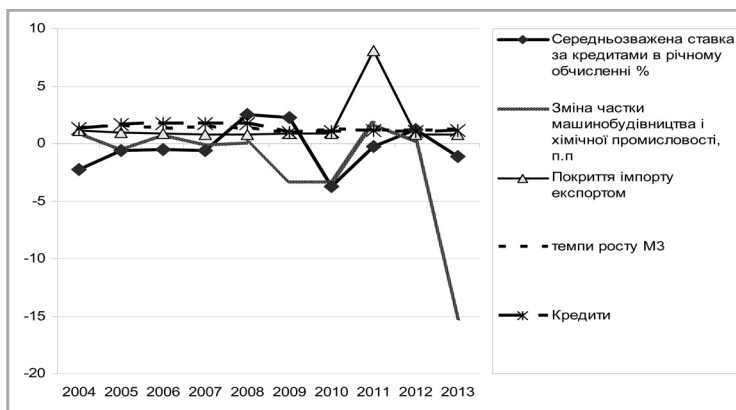


Рис. 2. Динаміка монетарного агрегату М3, кредитів і середньозваженої ставки за кредитами та частки будівництва і хімічної промисловості та коефіцієнту покриття імпорту експортом у 2004-2013 рр.

Джерело: Побудовано за даними табл. 1 і табл. 2

як для змін процентних ставок, позитивна кореляція змін валютного курсу спостерігається переважно з монетарними змінними, і насамперед із процентними ставками, ІСЦ, експортом та ВВП.

Висновки. Для оцінки впливу грошово-кредитної політики на конкурентоспроможність економіки у статті було проведено порівняльний аналіз динаміки грошово-кредитних (грошова маса в обігу, надані кредити, процентні ставки) і окремих макроекономічних показників, що свідчать про рівень конкурентоспроможності економіки країни (ВВП, продуктивність праці, ціни, заробітна плата). Отримані результати дозволили зробити висновок, що в Україні стимулюючий вплив монетарної політики як інструменту підвищення конкурентоспроможності не забезпечується повною мірою: підтримуються цінові переваги без формування сприятливих монетарних умов для інвестиційно-інноваційних процесів, які становлять підґрунтя ефективного розвитку економіки.

Коефіцієнти кореляції між змінами процентної ставки і динамікою наданих кредитів підтвердили, що в докризовий період зростання процентної ставки негативно позначалося на динаміці кредитування, а в післякризовий – цей вплив практично не простежується в умовах стагнації кредитної діяльності банків. Незважаючи на вжиття низки стимулюючих монетарних заходів, НБУ не вдалося активізувати процеси кредитування. Це пов'язано зокрема з тим, що процентна ставка використовувалася Нацбанком переважно як інструмент коригування монетарних змінних за відсутності механізмів надання пільгових кредитів. Для підвищення конкурентоспроможності національних товаровиробників доцільно не лише стимулювати зростання обсягів кредитів, а й спрямовувати їх у пріоритетні галузі економіки. Про невисоку ефективність у цьому напрямі свідчить незначна позитивна кореляція динаміки кредитів із продуктивністю праці, яка є важливим фактором конкурентоспроможності економіки.

Грошово-кредитна політика в Україні у частині регулювання процентних ставок та грошового обігу недостатньо мірою відповідає цілям підвищення конкурентоспроможності економіки. НБУ спрямовував свої зусилля на забезпечення стабільності національної грошової одиниці й підтримку стійкості банківської системи, що в умовах надмірно високих ризиків втримувало високі процентні ставки і зберігало стан часткової нерівноваги грошового ринку. Це виявлялося в існуванні надлишкової грошової маси в банківській системі та відносного дефіциту – у реальному секторі.

Підвищення конкурентоспроможності економіки завдяки посиленню стимулюючої функції монетарної політики потребує зниження реальних значень ставок рефінансування й подовження термінів, на які надаються банкам ресурси. Але водночас слід активізувати дію ринкових та інших механізмів регулювання грошового обігу, як-от про-

ведення щотижневих аукціонів (тендерів) із розміщення грошових ресурсів, що дозволить визначити їх оптимальну вартість і забезпечити ефективне розміщення.

Серед монетарних важелів підвищення конкурентоспроможності в Україні найчастіше застосовувався валютний курс, зміни якого досить швидко позначаються на цінах, динаміці експорту та імпорту, а відтак – на темпах приросту ВВП. За рахунок девальвації підтримувалася цінова конкурентоспроможність, властива виробництву низькотехнологічної продукції. Тим часом, існування завищених процентних ставок не сприяло покращанню інвестиційного середовища, спроможного підтримувати високу інтенсивність інноваційних процесів і стимулювати зростання конкурентоспроможності економіки.

Література

1. The Global Competitiveness Report 2013-2014 [Electronic resource]. – 2013. – Accessed mode : <http://www.weforum.org/reports/global-competitiveness-report-2013-2014>
2. Онищенко В. О. Дослідження впливу грошово-кредитної політики на макроконтентоспроможність країни [Електронний ресурс] / В. О. Онищенко, Ю. С. Довгаль, Т. В. Савченко. – 2011. – Режим доступу : http://lib.uabs.edu.ua/library/Visnik/Numbers/2_31_2011/31_01_02.pdf
3. Maditgan B. Bagehot's Dictum in Practice. Formulating and Implementing Policies to Combat the Financial Crisis : Speech at the Federal Reserve Bank of Kansas City's Annual Economic Symposium [Electronic resource] / B. Maditgan. – Wyoming, Jackson Hole, 2009, August 21. – Accessed mode : <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/madigan20090821a.htm>
4. Borio C. Unconventional monetary policy: an appraisal / C. Borio, P. Disyatat // BIS Working Papers. – 2009. – No. 292. – P. 53–89.
5. Bermanke B. The Crisis and Policy Response : Speech at the Stamp Lecture, London School of Economics [Electronic resource] / B. Bermanke. – London, England, 2009. – Accessed mode : <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm>
6. Bermanke B. Five Questions about the Federal Reserve and Monetary Policy : Speech at the Economic Club of Indiana [Electronic recourse] / B. Bermanke. – Indianapolis, Indiana, 2012. – Accessed mode : <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20121001a.htm>
7. Minegishi M. Monetary Policy Responses to the Crisis and Exit Strategies [Electronic recourse] / M. Minegishi, B. Courmede // OECD Economics Department Working Papers. – 2010. – No. 753. – OECD Publishing. – Accessed mode : <http://www10.iadb.org/intal/intalcdi/PE/2010/04701.pdf>
8. Yamaoka H. Managing the Exit: Lessons from Japan's Reversal of Unconventional Monetary Policy [Electronic recourse] / H. Yamaoka, M. Syed // IMF Working papers WP10/114. – 2010. – Accessed mode : <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10114.pdf>

Стаття надійшла до редакції 23.07.2014

References

1. World Economic Forum (2014). *The Global Competitiveness Report 2013-2014*. Retrieved from <http://www.weforum.org/reports/global-competitiveness-report-2013-2014>
2. Onishchenko, V. A., Dovhal, S., & Savchenko, T. (2011). *Influence of monetary policy on a country's macro-competitiveness*. Retrieved from http://lib.uabs.edu.ua/library/Visnik/Numbers/2_31_2011/31_01_02.pdf (in Ukr).
3. Maditgan, B. (2009, August 21). *Bagehot's Dictum in Practice: Formulating and Implementing Policies to Combat the Financial Crisis* (Speech at the Federal Reserve Bank of Kansas City's Annual Economic Symposium). Wyoming, Jackson Hole. Retrieved from <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/madigan20090821a.htm>
4. Borio, C., & Disyatat, P. (2009) Unconventional monetary policy: an appraisal. *BIS Working Papers*, 292, 53-89.
5. Bermanke, B. (2009). *The Crisis and Policy Response* (Speech at the Stamp Lecture, London School of Economics). London, England. Retrieved from <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm>
6. Bermanke, B. (2012). *Five Questions about the Federal Reserve and Monetary Policy* (Speech at the Economic Club of Indiana). Indianapolis, Indiana. Retrieved from <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20121001a.htm>
7. Minegishi, M., & Courmede, B. (2010). *Monetary Policy Responses to the Crisis and Exit Strategies*. *OECD Economics Department Working Papers*, 753. Retrieved from <http://www10.iadb.org/intal/intalcdi/PE/2010/04701.pdf>
8. Yamaoka, H., & Syed, M. (2010). *Managing the Exit: Lessons from Japan's Reversal of Unconventional Monetary Policy*. *IMF Working papers*, WP10/114. Retrieved from <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10114.pdf>

Received 23.07.2014