

**Галина Азаренкова**

Доктор економічних наук, професор,  
заступник директора з наукової роботи  
та міжнародних зв'язків  
Харківського інституту банківської справи  
Університету банківської справи  
Національного банку України  
E-mail: azarenkova@khibs.edu.ua

**Ірина Шкодін**

Кандидат економічних наук,  
доцент кафедри економічної теорії  
Харківського інституту банківської справи  
Університету банківської справи  
Національного банку України  
E-mail: shkodina@khibs.edu.ua

**Михайло Гойхман**

Кандидат технічних наук,  
здобувач Науково-дослідного центру  
індустріальних проблем розвитку  
Національної академії наук України  
E-mail: goihman1960@yahoo.com

# Вплив політики кількісного пом'якшення на фінансовий ринок

*У статті аналізуються наслідки проведення політики кількісного пом'якшення, яку застосовують центральні банки різних країн. Доводиться, що в сучасних умовах можливості монетарного стимулювання економічного зростання обмежені й не дають змоги досягти стало-го поліпшення економічної кон'юнктури, а збереження м'якої грошової політики призводить до формування структурних перекосів у бюджетному секторі та наростання невизначеності й волатильності на всіх фінансових ринках.*

*There are analyzed the consequences of the quantitative easing policy pursued by central banks of different countries. It is proved that under present-day conditions, possibilities of the monetary stimulation of the economic growth are limited and does not make possible to attain the permanent improvement of the economic conjuncture, and the maintenance of the soft monetary policy causes formation of structural defects in the government sector and an increase in uncertainty and volatility on all financial markets.*

*Ключові слова:* монетарна політика, політика кількісного пом'якшення, фінансовий ринок, волатильність, фондові індекси.

*Key words:* monetary policy, quantitative easing policy, financial market, volatility, stock indices.

## СУТНІСТЬ ПОЛІТИКИ КІЛЬКІСНОГО ПОМ'ЯКШЕННЯ

Підтримання незначного економічного зростання глобальної економіки останнім часом відбувається за допомогою нетрадиційних методів грошово-кредитної політики, які застосовують центральні банки різних країн (у першу чергу США). Особливого поширення набули різноманітні програми “кількісного пом'якшення”. **Кількісне пом'якшення (Quantitative Easing (QE))** – монетарна політика, що використовується центральними банками для стимулювання національної економіки у випадку, коли традиційні монетарні методи вже не працюють. За традиційної монетарної політики ЦБ купує або продає державні облигації для підтримання ринкових ставок на цільовому рівні. Проводячи ж кількісне пом'якшення, центральний банк викуповує суверенні і/або іпотечні облигації в оголошеному обсязі з метою зниження їх доходності (зниження відсоткових ставок за борговими паперами). В цьому випадку активи ви-

купуються за рахунок емітованих грошей, що супроводжується розширенням балансу центрального банку та збільшенням грошової маси в економіці (це передбачає зниження курсу національної валюти і незначну інфляцію). Потужний приплив грошових коштів покликаний забезпечити зростання сукупного попиту. Збільшення попиту стимулює зростання пропозиції, що згодом має привести до відновлення та стабілізації національної економіки.

У США в рамках нової монетарної політики було реалізовано три програми кількісного пом'якшення. **Перша програма кількісного пом'якшення (QE1)** розпочалася наприкінці 2008 року, коли в розпал глобальної фінансової кризи Федеральна резервна система (ФРС) різко знизила відсоткові ставки майже до нуля, після чого можливості проведення стимулюючої монетарної політики традиційними методами було вичерпано. Зазначена програма являла собою викуп у банків різних активів (іпотечних облигацій, казначейських паперів), що стали ліквідними в результаті кризи. До за-

кінчення програми в березні 2010 року на це було витрачено 1.75 трлн. доларів США, в результаті чого поживилась економіка Сполучених Штатів, поступово відновився ринок цінних паперів (фондові індекси зростали майже до 100%), відбулася поступова девальвація курсу долара.

Проте ці успіхи виявилися нестійкими – вже у II кварталі 2010 року зростання ВВП уповільнилося до 1.1%, кількість скорочених робочих місць у червні збільшилася майже до 200 тис. На цьому тлі ФРС у листопаді 2010 року розпочала **новий раунд кількісного пом'якшення, QE2**. До червня 2011-го ФРС придбала зобов'язань на суму 600 млрд. доларів США. Таким чином, з урахуванням витрат на реалізацію першої програми кількісного пом'якшення в цілому на збільшення ліквідності пішло понад 2.3 трлн. доларів. Проте навіть нетрадиційні монетарні методи не працюють безкінечно – зростання економіки США (а з нею й інших країн) різко уповільнилося, кількість нових робочих місць у травні 2011 року скоротилася нижче рівня, за якого стартувала програма QE2.

Третя програма (QE3) розпочалася у вересні 2012 року. Відтоді ФРС щомісяця купує довгострокові цінні папери, забезпечені заставою нерухомого майна (mortgage-backed securities), на суму 40 млрд. доларів та казначейські цінні папери (US Treasuries) – на 45 млрд. доларів США.

Одночасно зі США політику кількісного пом'якшення проводять й інші країни, в результаті чого збільшуються обсяги резервів усіх центральних банків світу. Наприклад, сукупні активи Федеральної резервної системи США зросли з 6% від ВВП (близько 870 млрд. доларів) улітку 2007 року до 22% від ВВП (3.5 трлн. доларів) станом на червень 2013 року, активи Банку Англії становлять 375 трлн. фунтів стерлінгів, або майже 25% від ВВП [10, с. 35]. Із квітня 2013 року Банк Японії щомісяця викуповує облігацій на суму більше 70 млрд. доларів. Таку практику було започатковано після того, як Прем'єр-міністр Японії Сіндзо Абе дав вказівку центральному банку вжити заходів для подолання дефляції в країні (збільшити рівень інфляції до 2%).

### ВПЛИВ ПОЛІТИКИ КІЛЬКІСНОГО ПОМ'ЯКШЕННЯ НА СВІТОВІ РИНКИ

Проте незважаючи на вливання грошей в економіку (емісія грошей, монетизація боргу, зниження ставок резервування, рефінансування тощо) та сподівання, що принаймні частина цих грошей буде спрямована в реальний сектор еко-

номіки, економічне зростання дуже помірне.

Починаючи з 2009 року різні міжнародні організації публікують досить оптимістичні прогнози про стан економіки, які потім переглядаються в бік погіршення. Вже впр'яте за 2013 рік Міжнародний валютний фонд (МВФ) погіршив прогноз світового економічного зростання – червневий прогноз ВВП за підсумками поточного року знижено до 3.1%, що не відрізняється від показника 2012 року. Прогноз на 2014 рік теж переглянуто – глобальний ВВП зросте лише на 3.8%, тоді як ще у квітні прогнозувалося зростання на 4% [6]. Світовий банк також знизив прогноз зростання світової економіки в 2013 році з 2.4% до 2.2% [7].

Однією з основних причин цього є те, що надлишкова ліквідність не перетворюється на кредити для реального сектору економіки, а лише підвищує рівень використання позичкових коштів та спекуляцій на фінансових ринках (передусім на фондовому ринку). Розглядаючи наслідки QE1 і QE2, можна стверджувати, що фондові ринки активно зростають під час пом'якшень і падають, коли програма купівлі активів закінчується (див. графік 1).

До того ж проведення кількісного пом'якшення в розвинутих країнах призводить до надмірного відпливу капіталу на ринки країн з економіками, що розвиваються, оскільки процентні ставки на державні облігації в США, Японії, Великобританії, Німеччині перебувають на дуже низькому рівні.

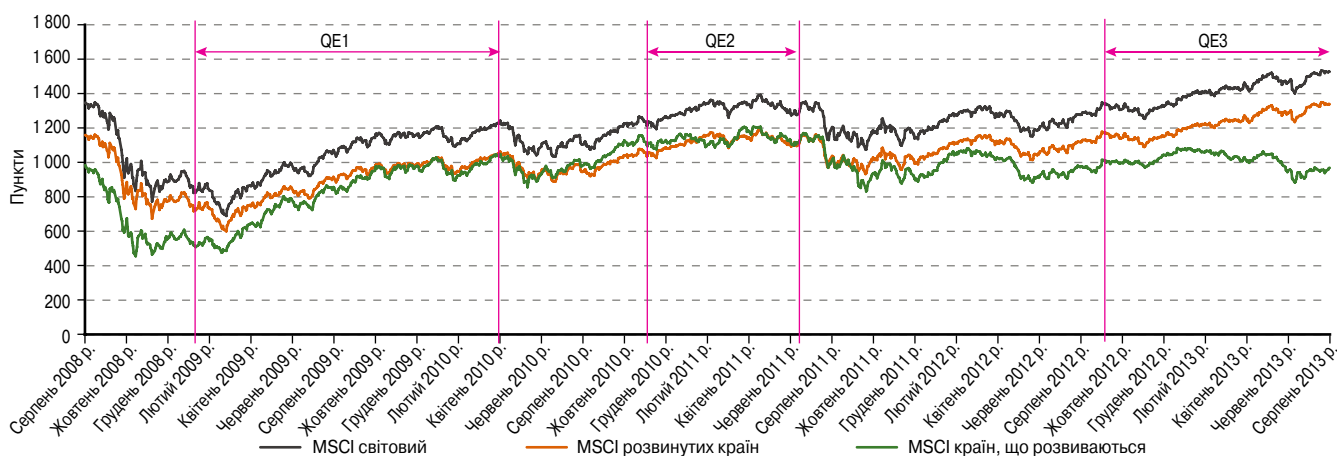
Сильний вплив має монетарна політика розвинутих країн (насамперед США) на Латинську Америку, Східну Європу, Близький Схід та Африку. За даними ФРС, в облігації країн, що розвиваються, протягом 2010–2013 років у середньому щотижня вкладався майже 1 млрд. доларів США [10].

Аналіз індексу MSCI для країн, що розвиваються, підтверджує це: під час першого кількісного пом'якшення індекс MSCI для країн, що розвиваються, зріс на 80%, під час другого пом'якшення зростання було значно меншим – 18.7% (що свідчить про неефективність вирішення питань стабільності фінансової системи методами фінансових вливань). У період між двома пом'якшеннями індекс упав на 4.4% (див. графік 1). Наслідки третього пом'якшення ще песимістичніші: якщо розвинуті фондові ринки зростають, то ринки країн, що розвиваються, характеризуються негативними тенденціями (див. графік 2).

Таким чином, кореляція між фондовим ринком США та ринками країн, що розвиваються, знижується – якщо індекси Доу-Джонса (Dow Jones) і S&P 500<sup>2</sup> з початку 2013 року збільшилися приблизно на 18%, досягнувши історичних максимумів, то індекс MSCI ринків, що розвиваються (Emerging Markets), за перше півріччя 2013 року в середньому втратив більше 11%.

Отже, вплив політики кількісного пом'якшення (QE) спостерігався на всіх фондових ринках та свідчить про те, що динаміка фондового ринку залежить не від економічної ситуації, а від

Графік 1. Вплив політики кількісного пом'якшення на фондовий ринок (індекси MSCI<sup>1</sup> – світовий, розвинутих країн та країн, що розвиваються)



Джерело: [11].

<sup>1</sup> Morgan Stanley Capital International – фондовий індекс ринкової капіталізації акцій компаній, метою якого є вимірювання продуктивності ринків цінних паперів розвинутих країн та країн, що розвиваються.

<sup>2</sup> Фондовий індекс, який складає компанія “Стендерд енд Пуз” (Standard & Poor’s) на основі кошика з 500 акціонерних компаній США, що мають найбільшу капіталізацію.

дій центральних банків, насамперед ФРС. Погані економічні звіти стимулюють торгівлю, оскільки віра в продовження політики пом'якшення в інвесторів усіх країн змінюється. Водночас навіть натяки на згорання програми кількісного пом'якшення ФРС США призводять до серйозної волатильності на глобальних ринках.

Перші натяки на можливість згорання програми QE3 з'явилися ще навесні, а потім посилювалися влітку 2013 року. Оскільки першим починає реагувати ринок облігацій, то побоювання інвесторів улітку щодо припинення QE3 ще в 2013 році призвели до зрос-

ного зростання в США та Європі. Зокрема, експерти Банку міжнародних розрахунків (Bank for International Settlements, BIS) обчислили можливі втрати для власників облігацій у разі зростання процентних ставок на 300 базисних пунктів (3%), які перевищать 1 трлн. доларів (а це майже 8% від ВВП США), а для власників держоблігацій Франції, Італії, Японії та Великобританії витрати можуть виявитись в межах від 15% до 35% від ВВП [14]. Швидше за все, процентні ставки не зростатимуть такими високими темпами, проте існує приклад 1994 року, коли ставки за довгостроковими держоблігаціями розвину-

доларів США, а біржові облігаційні фонди – 9.0 млрд. доларів (облігації втратили 73% із вкладених раніше в цьому році 109.6 млрд. доларів), що майже вдвічі більше, ніж у розпал фінансової кризи в жовтні 2008 року [4].

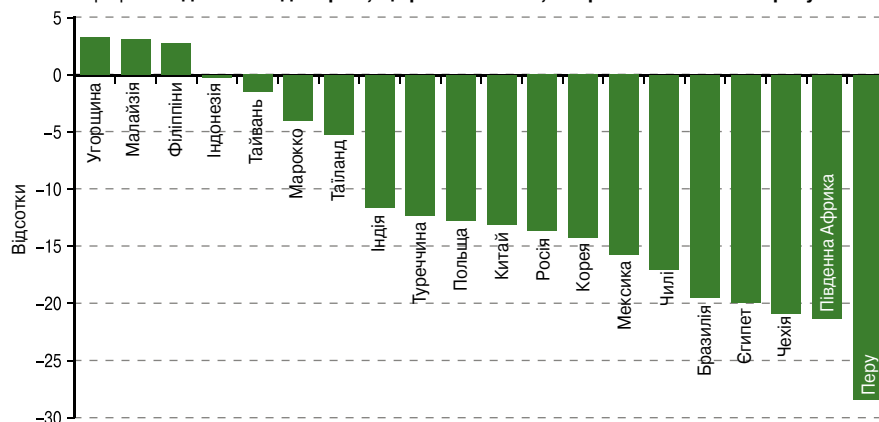
Не можна обійти увагою й ринок золота – ціна на цей метал починала зростати кожного разу, коли ФРС оголошувала про новий раунд пом'якшення та падала після згорання програм. Падіння цін на золото у II кварталі 2013 року становило 23%, що побило рекорд більш як тридцятирічної давності. Востаннє вартість золота настільки глибоко й швидко падала ще в 1982 році (18% за перший квартал). Усього з початку 2013 року ціни на золото знизилися з 1655 до 1223 доларів США за тройську унцію, втративши в ціні 26%. У цілому золото перестало приносити колишній прибуток його власникам (наприклад, вкладення в акції та облігації приносять більший прибуток), тому воно вже не сприймається інвесторами як захисний актив, і в найближчому майбутньому таке ставлення до золота не зміниться.

#### ВПЛИВ ПОЛІТИКИ КІЛЬКІСНОГО ПОМ'ЯКШЕННЯ НА УКРАЇНУ

Як уже зазначалося, наслідки згорання програми кількісного пом'якшення (QE) особливо будуть відчутні в країнах, що розвиваються. На думку аналітиків міжнародного рейтингового агентства “Стендерд енд Пулз”, українська економіка належить до числа найвразливіших. Кризова ситуація на міжнародних ринках капіталу внаслідок ризиків швидкого скорочення кількісного пом'якшення QE3 насамперед обмежує можливості України щодо залучення позик за порівняно низькими ставками.

Несприятливою залишається ситуація з прибутковістю українських євробондів, що пов'язано зі зростанням індикатора кредитно-дефолтних свопів (CDS), який відображає негативне сприйняття інвесторами нашої країни. Із середини червня 2013 року цей індикатор на єврооблігації України зріс на 150 пунктів до 848.9 пункту. На підставі ринкових котировань кредитних дефолтних свопів розраховується показник імовірності дефолту (CPD). Міжнародне рейтингове агентство “Стендерд енд Пулз”, збільшило показник імовірності дефолту України з 34.8% до 44.25% на кінець другого кварталу 2013 року (дані щоквартального звіту Global

Графік 2. Індекс MSCI для країн, що розвиваються, в першій половині 2013 року



Джерело: [11].

тання доходності казначейських облігацій США з 10-річним терміном погашення на 20 базисних пунктів протягом кількох хвилин, а потім ще на 30 – протягом 3 днів. Наприкінці серпня 2013 року доходність сягнула максимумів із 2011 року і становила 2.93%.

У підсумку прибутковість 5-, 10-, і 30-річних казначейських облігацій збільшилася від 65 до 85 пунктів, що становило від 1.5 до 3.7% порівняно з кінцем 2012 року [10, с. 26]. Оскільки існує сильна кореляція між 10-річними держоблігаціями США і прибутковістю європейських казначейських облігацій з таким же терміном обігу, то зросла доходність усіх облігацій. Так, прибутковість німецьких облігацій підвищилася до 1.67% (зростання становило 6.87%), прибутковість 10-річних облігацій Португалії 3 липня 2013 року піднялася вище 8% уперше з листопада 2012 року.

Згідно з прогнозом ФРС США прибутковість облігацій може сягнути 4% до 2016 року, а банк “Баркліз” (Barclays) прогнозує зростання до 3.75% вже наприкінці 2013 року. Зростання ж прибутковості облігацій спричинить уповільнення й так незначного економіч-

тих країн зросли на 200 базисних пунктів протягом лише року, не кажучи вже про те, що в кризових умовах зростання ставок на ринку облігацій може йти досить швидкими темпами.

На тлі очікувань піврічного звіту голови ФРС Бена Бернанке впали фактично всі фондові індекси – S&P 500 на 2.5%, промисловий індекс Доу-Джонса (Dow Jones Industrial Average) – на 2.34% (найбільше зниження з 2011 року), Лондонський FTSE 100<sup>3</sup> закrywся падінням на 3.15%, індекс Шанхайської біржі – на 3.3%. Загалом обвалилися 17 із 18 основних європейських фондових індексів та вперше в 2013 році піднявся вище 20 пунктів індекс VIX<sup>4</sup> (індекс волатильності, або страху) [13].

За даними дослідницької компанії “Трім Тебс” (TrimTabs), протягом лише 27 червня 2013 року взаємні облігаційні фонди втратили 70.8 млрд.

<sup>3</sup> *Financial Times Stock Exchange* – провідний індекс Британської фондової біржі (лондонський біржовий індекс). Розраховується на основі курсів акцій 100 компаній із найбільшою капіталізацією.

<sup>4</sup> Індекс волатильності VIX – це оцінка прогнозів інвесторів щодо волатильності або розмаху руху фондового ринку. Його ще називають “індексом страху” інвесторів з приводу динаміки ринкових цін.

Sovereign Debt Credit Risk Report Q2 2013). Суверенний кредитний рейтинг України (7-е місце) знаходиться на одному рівні з рейтингами Єгипту і Пакистану (5-е і 6-е місця, показники ймовірності дефолту відповідно 46.39% і 45.79%) [12].

Як бачимо на графіку 3, останній раз настільки високий ризик був у 2011 році – другому кварталі 2012 року (2009 року Україна взагалі очолила цей рейтинг – 53.7%). Причому негативний прогноз щодо рейтингу України допускає його можливе зниження до кінця 2013 року. По-різному можна ставитися до адекватності й об'єктивності зазначеного рейтингу, але присутність України в ньому негативно впливає на можливість залучення зовнішнього фінансування та його вартість, які, в свою чергу, збільшують ставки з розміщення валютних облігацій та внутрішньої державної позики. Отже, державі стає все складніше залучати валютні ресурси. Якщо при розміщенні ОВДП у гривні уряд ішов на підвищення доходності, то для успішного залучення валютного ресурсу на внутрішньому ринку він був змушений підвищити доходність розміщення.

Нині середньозважений рівень прибутковості українських паперів становить 8.19%, а літнє розміщення було на рівні не нижче 10%. При цьому заради зниження доходності уряд іде на збільшення термінів запозичень у валюті: якщо середньозважена тривалість емісії валютних ОВДП у 2011 році становила 309 днів, у 2012 році – 629 днів, то за шість місяців 2013 року – 1049 днів.

Погіршує ситуацію й скорочення золотовалютних резервів НБУ (ЗВР) – за підсумками червня 2013 року вони становили 23.245 млрд. доларів США в еквіваленті (тільки за червень резерви зменшилися на 5.7%). Основними причинами скорочення золотовалютних резервів стало погашення суверенних єврооблігацій 2003 року на 1 млрд. дол., зниження ціни на золото і процентні платежі за суверенними боргами в іноземній валюті. Незважаючи на те, що рівень резервів усе ще покриває тримісячний імпорту, він стрімко наближається до цієї межі. При цьому слід підкреслити, що показник тримісячного імпорту також зменшується в результаті урядової політики, спрямованої на його скорочення. Це означає, що, з одного боку, регулятор ще має запас міцності резервів за рахунок скоро-

чення обсягів імпорту в країну. Однак із другого боку, це означає, що рівень ЗВР уже не забезпечує обсягів тримісячного імпорту в показниках четвертого кварталу 2012 року.

Таким чином, **припинення політики кількісного пом'якшення означатиме для українського ринку додатковий вплив капіталу та вищі процентні ставки**, що негативно позначиться на його кон'юнктурі.

### МОЖЛИВИЙ РОЗВИТОК ПОДІЙ

Отже, економічне становище більшості країн світу нині залежить від продовження чи припинення політики кількісного пом'якшення. Подальше QE виправдовують низькими показниками зростання економіки, проте вважаємо, що такий шлях безперспективний, оскільки накачування економіки ліквідністю й стимулювання попиту – це спроба знову надути спекулятивні “бульбашки” [1, с. 113–122]. Саме це й відбулося в 2000–2004 рр., коли ФРС США зменшила ставку за федеральними фондами до 1% під час рецесії 2001 року, а подальше слабке відновлення економіки і низький рівень цін призвели до виникнення іпотечної “бульбашки”, що й викликала кризу 2008 року.

**Кількісне пом'якшення може призвести до утворення “бульбашок” в різних секторах фінансового ринку** – це може бути фондовий ринок, ринок нерухомості (Гонконг, Сінгапур), ринок облігацій (США, Німеччина, Великобританія, Японія) і кредитний ринок (унаслідок чого надмірно зростають спреди на ринках, що розвиваються, і зростає кредитна ставка за корпоративним боргом).

З високою вірогідністю можна стверджувати, що **наступною буде кри-**

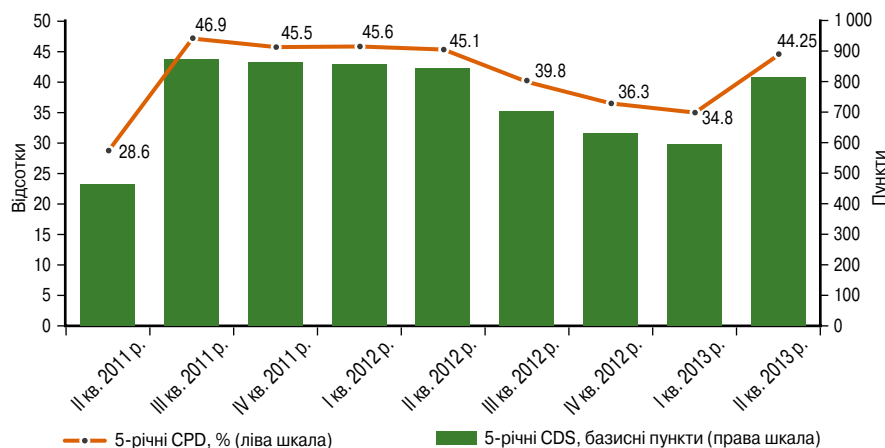
**за державних фінансів** (яка за своєю потужністю і наслідками перевершить фінансові кризи минулих років), якщо не вирішуватимуться проблеми, пов'язані з бюджетним дефіцитом і високим рівнем державного боргу. Згідно з даними Всесвітньої організації кредиторів (WOC) у 2012 році сумарний борг усіх держав світу перевищив 55 трлн. доларів, більшу частку якого (75%) становлять зобов'язання країн, що входять до групи семи промислово розвинутих держав (G7). У цілому за 2012 рік обсяг заборгованості розвинутих країн зріс на 12%, що становить 110% від їх сумарного ВВП [3].

Найсерйозніші боргові проблеми нині у США, Японії, Великобританії, Іспанії та Ірландії. У групі країн, що розвиваються, слід виділити Індію, Єгипет, Сербію, прибутковість за державними облігаціями яких на світових ринках перевищила 10%. Низькі бюджетні показники вирізняють цілу групу країн, до якої входять Польща, Україна, Чехія, Хорватія, Мексика, Південна Африка, Малайзія, Кенія (частка їх державного боргу становить від 40 до 60% від ВВП за дефіциту бюджетів на рівні 3–6% від ВВП).

І якщо нині ще занадто рано говорити про те, що велика кількість активів досягла рівня “бульбашки”, то вона сформується, швидше за все, протягом найближчих кількох років у результаті вільної монетарної політики.

До того ж **проблемою є й сам механізм виходу з процесу** кількісного пом'якшення, оскільки якщо вихід відбуватиметься шляхом продажу довгострокових активів, придбаних безпосередньо під час QE, різке підвищення процентних ставок може загальмувати відновлення економіки в результаті значних фінансових втрат, яких

Графік 3. Динаміка прогнозу ймовірності дефолту України





зазнають власники довгострокових облигацій. Якщо ж згортання кількісного пом'якшення відбуватиметься через підвищення процентної ставки за надлишковими резервами (для стерилізації ефекту надлишку ліквідних коштів у кредитному зростанні), це може спричинити значні втрати для балансу центральних банків.

Але, на наш погляд, найсуттєвішою вадою кількісного пом'якшення є те, що влада і суспільство **не бачать стимулів для проведення необхідних економічних реформ**. Упродовж останніх чотирьохсот років розвиток соціально-економічної системи підтримувався зростанням економіки, в результаті чого система працювала цілком ефективно. Проте нині динамічний розвиток глобальної економічної системи призвів до кардинальних змін не лише зовнішніх форм прояву, функціональних зв'язків, а й самої сутності системи суспільно-економічних відносин. Зміна сутності виражається у зміні формоутворення, функціональних зв'язків, що робить старі уявлення про функціонування системи непридатними для розв'язання нагальних завдань сьогодення. Практичні рекомендації стають дедалі більше неадекватними ситуації та призводять до результатів, які не збігаються з очікуваними, а часто навіть суперечать їм [2, с. 7]. Наприклад, голова ФРС США Бен Бернанке зауважує, що вигоди й втрати від застосування нетрадиційних грошово-кредитних заходів невідомі, а члени ФРС визнають, що наслідки політики кількісного пом'якшення можуть бути протилежними їхнім очікуванням. Усе це зумовлює необхідність проведення передусім фундаментальних економічних досліджень, пошуку нових теоретичних підходів, здатних озброїти суспільство адекватним розумінням процесів, що відбуваються в монетарній сфері, й ефективним інструментарієм впливу на них.

## ВИСНОВКИ

**З** огляду на усе викладене вище можна зробити такі висновки. Політика кількісного пом'якшення та інші нетрадиційні методи грошово-кредитної політики мають вагомі короткострокові вигоди, проте непередбачувані наслідки в довгостроковому періоді. Вона сприяє зростанню фінансових ринків (хоча кожен наступний етап є менш ефективним за попередній), проте не вирішує структурних проблем ані американської, ані світової економіки

загалом, не дає змоги відмовитися від кредитного “накачування” сукупного попиту, не зменшує дефіцити держбюджетів (тобто не впливає на ті диспропорції, які, власне, й викликали кризу). Така політика призводить до зростання волатильності фінансових ринків та їх ризикованості.

**Вихід із кількісного пом'якшення, так само, як і політика нульової відсоткової ставки, є небезпечними процесами.** Занадто швидкий вихід призведе до обвалу реального сектору економіки, а надто повільний вихід спочатку створить величезну “бульбашку”, а потім спричинить крах фінансової системи. Таким чином, **у глобальній економіці триває період невизначеності й посиленої нестабільності**, в результаті чого відбуватимуться системні зрушення у світовій фінансовій архітектурі. □

## Література

1. Барановський О. І. *Фінансові кризи: передумови, наслідки і шляхи запобігання: Монографія*. — К.: Київ. нац. торг.-екон. ун-т, 2009. — 754 с. — Р. 2 “Економіка “мильних бульбашок”.
2. Гриценко А. А. *Політична економія: актуалізація проблематики, методологічний потенціал і сполученість з інституціоналізмом // Економічна теорія*. — 2012. — № 1. — С. 5—20.
3. *Долгової пазурь на грани взрива*. — [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://woc-org.com/index.php?name=pressa>.
4. *Из облигационных фондов вывели беспрецедентную сумму \$80 млрд.* — [Електронний ресурс]. — Режим до-

ступу: <http://www.weltrade.ru/analytics/articles/42344/>.

5. *Національний банк України*. — [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua>.

6. *Перспективы развития мировой экономики. Бюллетень МВФ*. — [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.imf.org>.

7. *Світовий банк*. — [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.worldbank.org>.

8. *Федеральна резервна система США*. — [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.federalreserve.gov>.

9. *Bloomberg*. — [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.bloomberg.com>.

10. *Monetary Policy report / Chairman Ben S. Bernanke / Report to the Congress Before the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, Washington, D.C. / July 17, 2013*. — 60 с. — [Електронний ресурс]. — Режим доступу: [http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/mpr\\_default.htm](http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/mpr_default.htm).

11. *MSCI*. — [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.msci.com>.

12. *Standard & Poor's*. — [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.standardandpoors.com>.

13. *World Federation of Exchanges (WFE)*. — [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.world-exchanges.org>.

14. *83rd BIS Annual Report 2012/2013*. — [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2013e.htm>.



Фойє Національного банку України.

Фото Владислава Негребецького.