

## ФІНАНСОВІ ДИСБАЛАНСИ ТА МАКРОПРУДЕНЦІЙНА ПОЛІТИКА У ВАЛЮТНОМУ СОЮЗІ

© 2015 ПОЛІКАРПОВА О. С.

УДК 330.71:330.101.54

Полікарпова О. С.

### Фінансові дисбаланси та макропруденційна політика у валютному союзі

Кредитна криза та її трансформування в кризу суверенного боргу проілюстрували обмеженість традиційної макрофінансової політики. Фінансова криза довела, що пріоритет цінової стабільності не гарантує макроекономічної стабільності. Перегляд цілей і завдань грошово-кредитної політики відбувається в багатьох країнах. Для забезпечення макроекономічної стабільності центральні банки повинні використовувати нові інструменти, які будуть розглядати фінансову стабільність як додатковий об'єкт. Починаючи з 2009 р. МВФ рекомендує центральним банкам використовувати макропруденційні інструменти для зниження макрофінансових ризиків та дисбалансів у структурі фінансової системи. Ефективність макропруденційної політики залежить від її калібрування з грошово-кредитною політикою. Зростання фінансових дисбалансів у перше десятиліття після впровадження євро, наявність суперечливих фіскальних стратегій, розгортання спіралі швидкого кредитування та інфляції цін призвели до апраксії в грошово-кредитній політиці, а податково-бюджетна політика була обмежена інституційними механізмами. Акумуляуючи кошти в період профициту бюджету, країни — члени ЄВС намагалися зменшити асиметричні шоки. Пріоритет цінової стабільності в ЄВС був досягнутий, але економіки в цих країнах потерпали від фінансових дисбалансів. Макропруденційна політика спрямована на запобігання й пом'якшення системного ризику та відіграє помітну роль у реформуванні нової політики центральних банків. Саме тому європейські країни розробляють нові методи та інституційні рамки для реалізації нової макропруденційної політики. Проблема структурного арбітражу та можливість виникнення нових фінансових диспропорцій в ЄВС стає все більш імовірною. Перетікання фінансових капіталів та фінансових інститутів з більш жорстких до більш м'яких юрисдикцій пов'язане з налаштуванням макропруденційної політики. Розглянуто макропруденційну політику центральних банків, проаналізовано фінансові дисбаланси ЄВС, починаючи з 1999 р., охарактеризовані основні макропруденційні інструменти та розглянуті країни ЄВС, які почали їх застосовувати. Проаналізовано ефективність використання основних макропруденційних інструментів в екстраполяції на пом'якшення виявів системного ризику. Визначено напрями взаємодії макропруденційної та грошово-кредитної політики в ЄВС. Розглянуто проблему макропруденційної міграції, яка може викликати нову загрозу фінансової асиметрії в ЄВС.

**Ключові слова:** макропруденційна політика, макрофінансова стабільність, системний ризик, макропруденційні інструменти, валютний союз, фінансові дисбаланси

**Рис.:** 1. **Табл.:** 1. **Бібл.:** 15.

**Полікарпова Ольга Сергіївна** – кандидат економічних наук, старший викладач, кафедра економічної теорії, Тернопільський національний економічний університет (вул. Львівська, 11, Тернопіль, 46020, Україна)

**Email:** o.polikarpova@tneu.edu.ua

УДК 330.71:330.101.54

UDC 330.71:330.101.54

### Полікарпова О. С. Финансовые дисбалансы и макропруденциальная политика в валютном союзе

### Polikarpova O. S. Financial Imbalances and Macro-prudential Policies in the Monetary Union

Кредитный кризис и его трансформация в кризис суверенного долга проиллюстрировал ограниченность традиционной макрофинансовой политики. Финансовый кризис показал, что приоритет ценовой стабильности не гарантирует макроэкономической стабильности. Пересмотр целей и задач денежно-кредитной политики производится во многих странах. Для обеспечения макроэкономической стабильности центральные банки должны использовать новые инструменты, рассматривающие финансовую стабильность в качестве дополнительного объекта. С 2009 г. МВФ рекомендует центральным банкам использовать макропруденциальные инструменты для снижения макрофинансовых рисков и дисбалансов в структуре финансовой системы. Эффективность макропруденциальной политики зависит от ее калибровки с денежно-кредитной политикой. Рост финансовых дисбалансов в первое десятилетие после ввода евро, наличие противоречивых фискальных стратегий, развертывания спирали быстрого кредитования и инфляции цен привели к апраксии в денежно-кредитной политике, а налогово-бюджетная политика была ограничена институциональными механизмами. Акумулируя средства в период профицита бюджета, страны – члены ЕВС пытались уменьшить асимметричные шоки. Пріоритет цінової стабільності в ЄВС був досягнутий, но економіки в этих странах страдали от финансовых дисбалансов. Макропруденциальная политика направлена на предотвращение и смягчение системного риска, играет значительную роль в реформировании новой политики центральных банков. Именно

The credit crisis and its transformation into a sovereign debt crisis have illustrated the limited character of the traditional macro financial politics. The financial crisis has shown that the priority of price stability does not guarantee macroeconomic stability. Revision of the goals and objectives of the monetary and credit policy is being carried out in many countries. In order to ensure macroeconomic stability, central banks have to use new instruments considering financial stability as an additional object. Since 2009 the IMF recommends central banks to use macro-prudential instruments for reducing macro-financial risks and imbalances in the financial system structure. The effectiveness of macro-prudential policy depends on its calibration with the monetary and credit policy. The growth of financial imbalances in the first decade after the adoption of the euro, presence of contradictory fiscal policies, deployment of a spiral of rapid crediting and price inflation have led to apraxia in the monetary and credit policy, and fiscal policy was limited by institutional arrangements. Accumulating funds during the budget surplus the countries-members of the European Monetary System (EMS) attempted to reduce asymmetric shocks. The priority of price stability in the EMS had been achieved but the economies of these countries suffered from financial imbalances. Macro-prudential policy is aimed at prevention and mitigation of systemic risk, plays a significant role in reforming the new policy of central banks. That is why European countries are developing new methods and an institutional framework for the implementation of a new macro-prudential policy. Problems of structural arbitration and the possibility of emergence of new financial imbalances in the EMS are becoming increasingly real. The flow

поэтому европейские страны разрабатывают новые методики и институциональные рамки для реализации новой макропруденциальной политики. Проблема структурного арбитража и возможность возникновения новых финансовых диспропорций в ЕВС становится все более реальной. Перетекание финансовых капиталов и финансовых институтов к более мягким юрисдикциям связано с установлением макропруденциальной политики. Рассмотрена макропруденциальная политика центральных банков, проанализированы финансовые дисбалансы ЕВС, начиная с 1999 г., охарактеризованы основные макропруденциальные инструменты и рассмотрены страны ЕВС, которые внедрили эти инструменты. Проанализирована эффективность использования основных макропруденциальных инструментов в экстраполяции на смягчение проявлений системного риска. Определены направления взаимодействия макропруденциальной и денежно-кредитной политики в ЕВС. Рассмотрена проблема макропруденциальной миграции, которая может вызвать новую угрозу финансовой асимметрии в ЕВС.

**Ключевые слова:** макропруденциальная политика, макрофинансовая стабильность, системный риск, макропруденциальные инструменты, валютный союз, финансовые дисбалансы

**Рис.: 1. Табл.: 1. Библ.: 15.**

**Поликarpova Ольга Сергеевна** – кандидат экономических наук, старший преподаватель, кафедра экономической теории, Тернопольский национальный экономический университет (ул. Львовская, 11, Тернополь, 46020, Украина)

**Email:** o.polikarpova@tneu.edu.ua

**Вступ.** Основною метою макроекономічної політики є стабілізація фінансової системи, тобто послаблення економічного циклу та втримання інфляції. Глобальна фінансова криза змістила акцент на системну стабільність [2; 3]. Кризу слід розглядати на зростаючому тлі соціальних витрат, а також через обмеження ринкової дисципліни при пом'якшенні системних ризиків. Пом'якшення системного ризику на сьогодні широко застосовується як основна база концепція дизайну посткризового нормативного порядку та приводить до розвитку макропруденційної політики. Трансформування цілей макроекономічної політики та пошук нових методів стабілізації фінансових дисбалансів викликали дискусію щодо ролі монетарної та грошово-кредитної політики.

Макропруденційна політика – комплекс превентивних заходів, спрямованих на мінімізацію ризику системної фінансової кризи, за якої значна частина фінансового сектора стає неплатоспроможною або неліквідною, внаслідок чого учасники ринку не можуть діяти без підтримки органу грошово-кредитного регулювання або органу пруденційного надзору. Інтерес до макропруденційної політики, інституціонального забезпечення макрофінансової стабільності, узгодженості цілей макро- та мікропруденційної і грошово-кредитної політики виявляли експерти Міжнародного валютного фонду, Європейського Центрального банку, Банку Англії.

**Основні результати дослідження.** Інструментами для усунення фінансових диспропорцій можуть служити як монетарна та грошово-кредитна політика<sup>1</sup>, так

<sup>1</sup> Регулювання кредитного буму за допомогою грошово-кредитної політики та її дисбалансу з ціною стабільністю розглядав Agur I [4]

of financial capitals and financial institutions to more lenient jurisdictions is connected with the establishment of macro-prudential policy. The macro-prudential policy of central banks has been considered, financial imbalances of the EMS since 1999 have been analyzed, the main macro-prudential instruments have been described and EMS countries that had implemented these instruments have been considered. The efficiency of using the main macro-prudential instruments in the extrapolation at mitigating symptoms of systemic risk has been analyzed. The directions of the interaction between macro-prudential and monetary and credit policy in the EMU have been identified. The problem of macro-prudential migration, which may cause a new threat of financial asymmetry in the EMU has been considered.

**Keywords:** macro-prudential policy, macro-financial stability, system risk, macro-prudential instruments, Monetary Union, financial imbalances

**Pic.: 1. Tabl.: 1. Bibl.: 15.**

**Polikarpova Olga S.** – Candidate of Sciences (Economics), Senior Lecturer, Department of Economic Theory, Ternopil National Economic University (vul. Lvivska, 11, Ternopil, 46020, Ukraine)

**Email:** o.polikarpova@tneu.edu.ua

і макропруденційна політика. Грошово-кредитна політика спрямована на забезпечення цінової стабільності на ринку товарів і послуг. Вона не повинна бути використана для вирішення нестабільності на ринках активів, компетенція ж макропруденційної політики – збереження стабільності фінансової системи, яка містить системний ризик [7]. Макропруденційний нагляд та застосування макропруденційних інструментів є пріоритетом у Європейському Союзі, як на національному, так і на рівні Союзу. Європейська Рада з системних ризиків (ESRB) була створена 1 січня 2011 року з метою забезпечення попередження макропруденційних ризиків і сприяння застосуванню макропруденційних інструментів [10].

Хоча макропруденційна політика на інструментальному рівні і заснована на мікропруденційному регулюванні, необхідно пам'ятати, що макропруденційне регулювання поєднано зі стійкістю фінансової системи та зі зниженням ризиків у реальному секторі економіки, тобто інтенсифікація макроекономічної стійкості на противагу розповсюдженню ендегенних та екзогенних шоків. Ідея макропруденційної політики полягає в тому, щоб розробити набір принципів та правил, які можуть зменшити внесок кожної установи в загальний системний ризик і, таким чином, згладити фінансовий цикл (тобто зниження системних ризиків, які за своєю суттю накопичуються в бумі, які мають руйнівні наслідки у фазі спаду). Мета макропруденційного регулювання полягає у зменшенні амплітуди фінансового циклу і сполученого з ним системного ризику [11].

Конкретні макропруденційні інструменти можуть бути розроблені для нового типу макроекономічної політики, поряд із грошово-кредитною і податково-бюджетною політикою. Класифікація основних макропруденційних

інструментів та країн ЄВС, які їх застосовують, наведено в табл. 1 [12–14]. Макропруденційні правила, зменшуючи проциклічність ризику, гарантують, що фінансова система

працює з меншою амплітудою системного ризику, що може підвищити стійкість системи у фазі спаду та пом'якшити дисбаланси на ринках фінансових активів [15].

Таблиця 1

## Основні макропруденційні інструменти

Інструмент	Визначення	Вплив	Переваги	Недоліки	Приклад
1	2	3	4	5	6
<i>Капітальні інструменти</i>					
Контрциклічний капітальний буфер	Залежить від економічного циклу та застосовується як додаткова плата за додатковий капітал	1. Для відповідного рівня власного капіталу. Буфер обмежує ризик збільшення загального обсягу активів у фазі підйому 2. Більш жорсткі вимоги до капіталу призведуть до збільшення граничних витрат Результат: установи повинні більш високу прибутковість за активами, тим самим сповільнюючи темпи зростання балансу	1. Підвищення рівня стійкості фінансових інститутів 2. Принцип взаємності обмежує регулятивний арбітраж 3. Існує загальний поріг для балансового зростання	Може призвести до того, що фінансові інститути будуть позбуватися низькоризикових активів задля звільнення капіталу для більш ризикових	BE (Національний Банк Бельгії) – 5 % до іпотечного кредитування; DE – 0,5 % контрциклічний буфер капіталу; IT, FI, ES – буфер консервації капіталу 2,5 %
Лeverидж	Співвідношення позичкового капіталу та активів				
<i>Інструменти, які запобігають проциклічності</i>					
LTV	Співвідношення суми кредиту та суми активу	Застосування LTV допомагає обмежити втрати через потенційну реалізацію застави у разі неповернення кредиту	1. Можуть бути реалізовані незалежно від стратегії фінансування кредитора 2. Низька потреба в міжнародній координації боргу	1. Трудомісткість під час аналізу ризиків для кредиторів 2. Ризик підвищення незабезпечених кредитів	ES – LTV 75 % для житлового кредитування у новобудовах; SL – LTV 90 %
LTI / DTI	Співвідношення загального боргу позичальника до наявного доходу	LTI і DTI збільшують стійкість обслуговування боргу			
<i>Ліквідність та рефінансування</i>					
Коефіцієнт покриття ліквідності (LCR)	Коефіцієнт запасу ліквідних активів високої якості відносно чистих відтоків грошових коштів згідно зі стрес-сценарієм	Застосування цих інструментів може обслужити терміновий відтік грошової маси в разі продажу ліквідних активів	Зниження ймовірності кризи ліквідності	1. Необхідність адекватного визначення рівня ліквідності 2. Кредитори можуть обмежити потік кредитів домогосподарствам на користь покупки ліквідних паперів, таким чином, скоротити і пропозиції кредиту на реальний сектор економіки	На сьогоднішній момент використовують країни, які не входять у ЄВС (SW – LCR > 100 % у доларах США, євро)
Співвідношення ліквідних активів	Співвідношення запасів високоякісних ліквідних активів до сукупних активів				

1	2	3	4	5	6
<i>Ступінь секторального ризику</i>					
	Розраховуючи більш ризиковані активи для окремих класів активів, тим самим змінюючи буфер капіталу, необхідний для цих класів активів	Збільшує потенціал поглинання втрати на відповідні жорсткі вимоги до капіталу для конкретних активів	Обмеження виникаючих ризиків для фінансової стабільності в окремих класах активів	Ризик може перейти з одного сектора на інший (ефект водяного ліжка)	На сьогоднішній момент використовують країни, які не входять у ЄВС (NO, RO жорсткі вимоги до іпотечного кредитування, більш високі критерії для комерційної нерухомості банків)

У валютному союзі ми спостерігаємо зведення інституційних бар'єрів, таких як Пакт про стабільність та зростання, а фіскальна та грошово-кредитна політики уніфіковані. Локальні фактори, які впливають на системний ризик та ризик, пов'язаний із розбіжностями фінансових циклів, можуть бути пом'якшені за допомогою макропруденційних інструментів [5], хоча макропруденційний підхід знаходиться в «зародковому стані» та переважно залежить від трьох факторів:

- інституційна міцність нагляду;
- якість звітної інформації;
- якість настройки та макропруденційного аналізу.

Системний ризик носить багатогранний характер, достатньо складний для моніторингу. Незважаючи на ефективність макропруденційного аналізу, за умови існування інфляційних ризиків макропруденційні заходи не можуть замінити важелів регулювання процентних ставок центрального банку.

Базельський комітет визначає кредитний розрив як основний показник макрофінансової вразливості, тому проблема боргового перенапруження є основним фактором, який впливає на посилення економічного циклу. Аналізуючи фінансові дисбаланси у валютному союзі, ми простежуємо розрив, пов'язаний із внутрішніми (національними) грошово-кредитними політиками. Дисбаланс між державною грошово-кредитною політикою та інвестуванням у нагромадження капіталу розгортається на тлі кризи суверенного боргу (рис. 1). Експансіоністська грошово-кредитна політика простимулювала кредитне зростання у кризовий період для Греції, Італії, Португалії та Іспанії [6]. Тоді як жорстка фіскальна політика Бельгії дозволила знизити кредитне навантаження.

В останні роки країни Європейського Союзу визнали доцільність створення органів макропруденційного нагляду. Залишається дискусійним питання стосовно мандату незалежності органу макропруденційного нагляду: чи повинен від підпорядковуватися центральному банку, чи бути концептуально незалежним? В Бельгії, Греції, Португалії, Нідерландах макропруденційний орган підпорядковується центральному банку. У Франції, Німеччині, Італії, Австрії, Естонії створена рада, яка більшістю голосів приймає рішення щодо застосування макропруденційних інструментів.

Ступінь незалежності центрального банку впливає на настрою макропруденційного надзору при створенні

регулюючого органу та інших системних інститутів, координує грошово-кредитну політику, яка встановлює загальні умови, які впливають на попит і пропозицію кредиту. Розширення мандату центральних банків є предметом дискусії [7; 14], відсутність єдиної позиції щодо співіснування нових розширених форм незалежності центральних банків в умовах нової фінансової стабільності.

Центральний банк за своєю природою відіграє велику роль у макропруденційному нагляді, тому що підвищення системного ризику впливає на загальний ризик фінансової стабільності, що, в свою чергу, може призводити до небезпеки для цінової стабільності. Взаємодія між ціновою стабільністю та фінансовою стійкістю для стабілізації фінансової системи в періоди підйомів та спадів відкривають нову роль для грошово-кредитної політики. Інструменти грошово-кредитної політики можна використовувати не тільки для захисту цінової стабільності, але і для захисту фінансової стабільності [8]. Залишається відкритим питання з якою ступінню точності та ефективності грошово-кредитна політика сприятиме фінансовій стабільності? Макропруденційні інструменти мають більшу точність для боротьби з дисбалансами в окремих сегментах ринку, що в свою чергу впливає на систему в цілому. Як приклад, спроба Новозеландського Резервного банку охолодити внутрішній ринок нерухомості. В 2013 р. Резервний банк поставав тимчасові обмеження на LTV щодо іпотечного житлового кредитування. Співвідношення LTV та вартості загального іпотечного кредитування 80 % на 10 %. На ринку це знизило спреди та зменшило системний ризик в разі корекції цін на нерухомість [9].

В контексті ЄВС макропруденційна політика набуває особливого значення: в Єврозоні економіки різних країн переживають різні фінансові та економічні цикли, саме тому коректування фінансових диспропорцій можливе за межами загальної грошово-кредитної політики. Рис. 1 демонструє важливість застосування макропруденційних інструментів до лінії тренду в Єврозоні для скорочення наявних диспропорцій.

Фінансова нестабільність виникає не тільки через «провал» окремої установи, але через колективний вплив фінансових установ та інших учасників фінансового ринку, наприклад, хедж-фонди, великі корпорації тощо. Епідемія системного ризику починається з відмови однієї установи, а потім поширюється, як доміно, через механізми інформаційних, психологічних, фінансових зв'язків у фінансо-

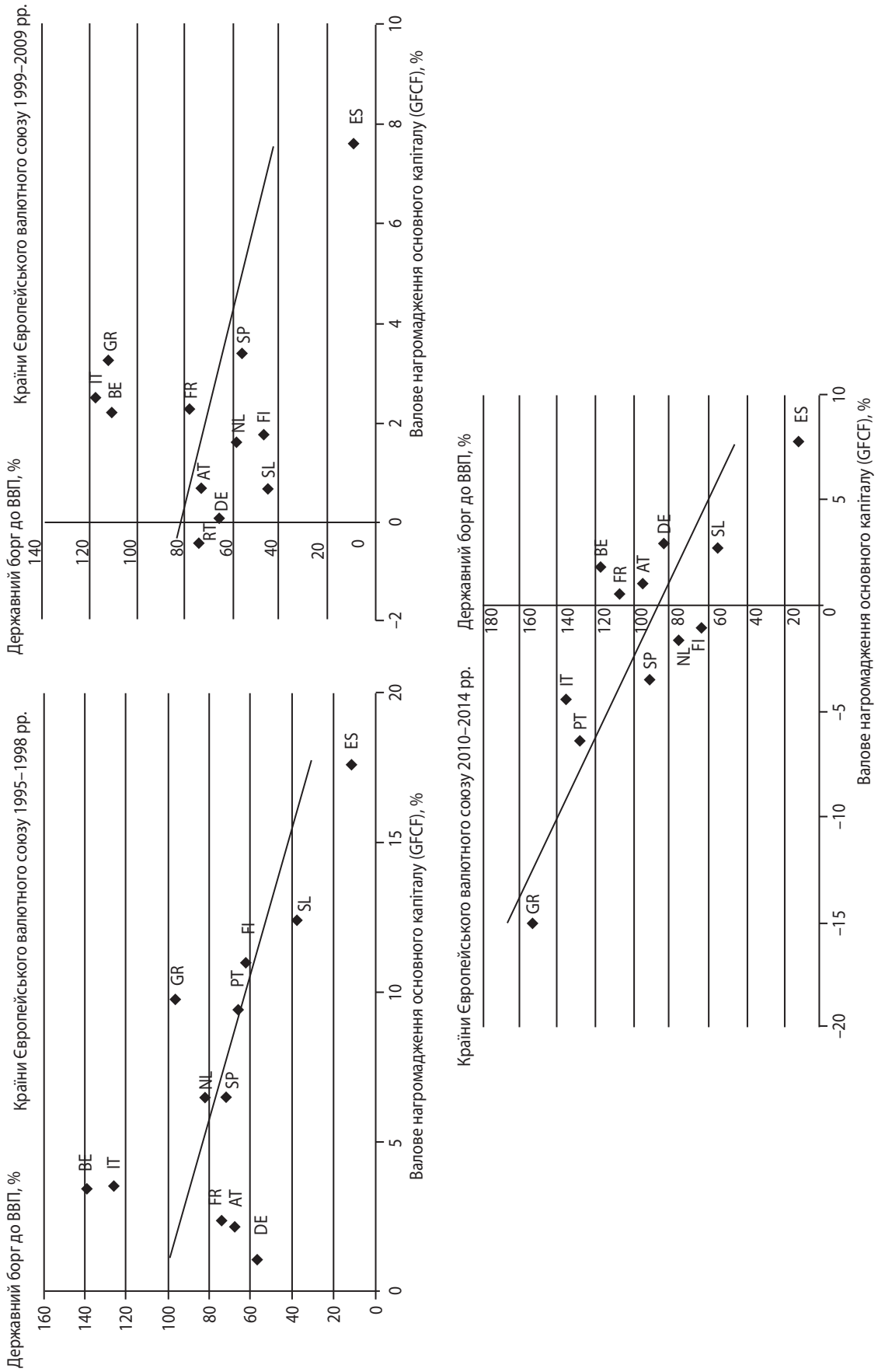


Рис. 1. Аналіз фінансових дисбалансів в ЄС 1995–2014 рр.\*

\* Джерело: побудовано на основі статистичних даних ОЕСР (<http://oecd.org>)

вому секторі. З цієї точки зору, оригінальний зовнішній шок і механізми посилення знаходяться всередині фінансової системи. Відповідно до цієї моделі, непередбачувані тригери і легкі початкові потрясіння можуть призвести до експансії фінансової кризи, а нестабільність поширюється через активи фінансового сектора, а не тільки через зобов'язання. Банк Англії наголошує, що ендогенна недостатність ринку може виникнути через інформаційні непорозуміння серед фінансових інститутів. Інформаційні тертя сприяють провалу ринку, відокремлюючи учасників фінансової системи від точного аналізу ризиків, яким вони піддаються. Тобто залишається очевидна необхідність транскордонного обміну інформацією та наглядової координації. Взаємопов'язаність світових фінансових інститутів може призвести зміни в національних правилах як країни так і в поведінці важливих учасників фінансового ринку в інших країнах.

Макропруденційні інструменти можуть підвищити стабільність національної банківської системи до ударів. Мета макропруденційної політики полягає не в контролі за капіталом, а в контролі за певною юрисдикцією. Для більшої ефективності макропруденційної політики необхідно обмежити можливості для арбітражу між сильними і пільговими національними фінансовими наглядовими режимами, бо в цьому випадку великі фінансові фірми будуть прагнути перенести свою заходи в юрисдикції, де стандарти більш вільні і очікування державної підтримки сильніше. Проблема такої міграції особливо актуальна в валютному союзі, завдяки вільному руху капіталу та активів. Макропруденційна міграція здатна викликати перерозподіл фінансових зон що в свою чергу призведе до напруження інших учасників фінансового ринку, викличе міграцію системного ризику та посилить фінансовий дисбаланс. Тому координація макропруденційних політик та контроль зі сторони ESRB є важливою умовою для успіху макропруденційної політики в рамках ЄВС.

**Висновки.** Міжнародний криза виявила слабкі місця фінансового регулювання. До кризи основна увага регулятора приділялася платоспроможності і стійкості окремих банків. Криза продемонструвала необхідність системної роботи з фінансовим сектором в цілому. Такий підхід вимагає належного регулювання ринків і операцій, які відображають взаємозв'язки між банками, а також їх взаємозв'язок з іншими учасниками фінансової системи. Макропруденційна політика відносно нове явище в практиці державного регулювання, яка допомагає знизити накопичення загроз та пом'якшити наслідки несприятливих циклів шляхом заочення накопичення буферів.

Дискусія щодо ступеня незалежності органу макропруденційного нагляду у відповідності до підпорядкування центрального банку залишається відкритою. Ступінь незалежності центрального банку впливає на настройку макропруденційного надзору при створенні регулюючого органу та інших системних інститутів.

Макропруденційна політика особливо актуальна для ЄВС, який бореться з фінансовою кризою, і в якому дисбаланс конкретних країн не може бути компенсований за рахунок єдиної грошово-кредитної політики, і інституційно обмежений податково-бюджетною політикою. Макропруденціальна політика може бути настроєна та реалізова-

на на внутрішньому рівні, щоб компенсувати розбіжності в національних фінансових циклах.

Координація макропруденційної політики з грошово-кредитною є необхідною умовою: з одного боку центральний банк регулює директивну процентну ставку, а з іншого – встановлює максимальний розмір суми кредиту до вартості його забезпечення та розмір сукупного боргу до доходу; володіючий широкими повноваженнями центральний банк встановлює розмір ліміту на темпи зростання у фазі підйому. Прикладом розв'язання цієї дилеми є Сполучене Королівство з його двома паралельними комітетами в центральному банку, один з яких займається грошово-кредитною політикою, а інший – фінансовою політикою з обмеженим набором макропруденційних інструментів.

Транскордонний обмін інформацією для зниження загального системного ризику є пріоритетом Європейської Ради (ESRB) з системних ризиків. Для інформаційної кооперації починаючи з 2014 року ESRB публікує річний звіт, у якому зазначає, які саме макропруденційні інструменти застосовувались. Залишається відкритою проблема макропруденційної міграції з більш сильних до більш м'яких юрисдикцій у валютному союзі. Ця міграція може як підвищити загальний системний ризик, так і посилити фінансові дисбаланси у валютному союзі.

## ЛІТЕРАТУРА

1. World Economic Outlook. Sustaining the Recovery. Washington, DC: International Monetary Fund, October 2009 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/02/>
2. Galati G. Macroprudential Policy – a Literature Review / G. Galati, R. Moessner // BIS Working Paper. – 2011. – WP/337.
3. Blanchard O. Rethinking macroeconomic policy / O. Blanchard, G. Dell'Ariccia, P. Maure // IMF. – 2010. – SPN/10/03.
4. Agur I. Learning against the wind and the timing of monetary policy / I. Agur, M. Demertzis // Journal of International Money and Finance. – 2013 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp1386.pdf>
5. Houben A. Financial imbalances and macroprudential policy in a currency union / A. Houben, J. Kakes // DNB Occasional studies. – 2013. – Vol. 11/5.
6. Kakes J. Monetary transmission in Europe: the role of financial markets and credit / J. Kakes. – Edwaed Elgar Published, 2010. – 466 p.
7. Bayoumi T. Monetary Policy in the New Normal / T. Bayoumi, G. Dell'Ariccia and others // IMF Staff Discussion Note. – 2014. – SDN/14/3. – P. 1–48.
8. Weidman J. All for one and one for all? The roles of microprudential, macroprudential and monetary policy in safeguarding financial stability // Bundesbank Symposium on "Financial Stability and the Role of Central Banks". – February 2014 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Reden/2014/2014\\_02\\_27\\_weidmann.html](http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Reden/2014/2014_02_27_weidmann.html)
9. Petersen A. Macroprudential policy – necessary, but not a panacea / A. Petersen // Allianz Global Investors companies: Allianz Global Investors U.S. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://www.allianzglobalinvestors.de/MDBWS/doc/Fokus-Makroprudenzuelle-Politik-EN.pdf%3Ff691b4066070f286bd4ae97174d289004400b647webweb+%&cd=1&hl=ru&ct=clnk&gl=ua>

10. European system risk board. Establishment of the ESRB [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://www.esrb.europa.eu/news/pr/2010/html/index.en.html>

11. Canuto O. Monetary Policy and Macroprudential Regulation / O. Canuto, M. Cavallari // The World Bank Poverty Reduction and Economic Management Network. – January, 2013. – WP/6310.

12. Allianz G. Macroprudential oversight in Germany: framework, institutions and tools / G. Allianz // Global capital markets and thematic research, Deutsche Bundesbank report. – 2013 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [https://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Downloads/Publications/Monthly\\_Report\\_Articles/2013/2013\\_04\\_macroprudential\\_oversight.pdf?\\_\\_blob=publicationFile](https://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Downloads/Publications/Monthly_Report_Articles/2013/2013_04_macroprudential_oversight.pdf?__blob=publicationFile)

13. A review of macro-prudential policy in the EU one year after the introduction of the CRD/CRR // European Systemic Risk Board. – June, 2015 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/150625\\_review\\_macroprudential\\_policy\\_one\\_year\\_after\\_intro\\_crdr.en.pdf](https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/150625_review_macroprudential_policy_one_year_after_intro_crdr.en.pdf)

14. Duff W. S. Central bank independence and macroprudential policy: a critical look at the U.S. financial stability framework / W. S. Duff // *Derkeley Business Law Journal*. – 2014 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://scholarship.law.berkeley.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1106&context=bbj>

15. Hannoun H. Towards a Global Financial Stability Framework / H. Hannoun // Speech at the 45th SEACEN Governors' Conference. – Siem Reap province. – Cambodia. – 26–27 February 2010.

## REFERENCES

Agur, I., and Demertzis, M. "Learning against the wind and the timing of monetary policy" *Journal of International Money and Finance*. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp1386.pdf>

Allianz, G. "Macroprudential oversight in Germany: framework, institutions and tools" [https://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Downloads/Publications/Monthly\\_Report\\_Articles/2013/2013\\_04\\_macroprudential\\_oversight.pdf?\\_\\_blob=publicationFile](https://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Downloads/Publications/Monthly_Report_Articles/2013/2013_04_macroprudential_oversight.pdf?__blob=publicationFile)

"A review of macro-prudential policy in the EU one year after the introduction of the CRD/CRR" [https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/150625\\_review\\_macroprudential\\_policy\\_one\\_year\\_after\\_intro\\_crdr.en.pdf](https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/150625_review_macroprudential_policy_one_year_after_intro_crdr.en.pdf)

Bayoumi, T. et al. "Monetary Policy in the New Normal" *IMF Staff Discussion Note*, no. SDN/14/3 (2014): 1-48.

Blanchard, O., Dell'Ariccia, G., and Maure, P. "Rethinking macroeconomic policy" *IMF*, no. SPN/10/03 (2010).

Canuto, O., and Cavallari, M. "Monetary Policy and Macroprudential Regulation" *The World Bank Poverty Reduction and Economic Management Network*, no. WP/6310 (2013).

Duff, W. S. "Central bank independence and macroprudential policy: a critical look at the U.S. financial stability framework" <http://scholarship.law.berkeley.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1106&context=bbj>

"European system risk board. Establishment of the ESRB" <https://www.esrb.europa.eu/news/pr/2010/html/index.en.html>

Galati, G., and Moessner, R. "Macroprudential Policy - a Literature Review" *BIS Working Paper*, no. WP/337 (2011).

Houben, A., and Kakes, J. "Financial imbalances and macroprudential policy in a currency union" *DNB Occasional studies* vol. 11/5 (2013).

Hannoun, H. "Towards a Global Financial Stability Framework" *In Speech at the 45th SEACEN Governors' Conference* Siem Reap province. - Cambodia, 2010.

Kakes, J. *Monetary transmission in Europe: the role of financial markets and credit*: Edwaed Elgar Published, 2010.

Petersen, A. "Macroprudential policy - necessary, but not a panacea. Allianz Global Investors companies: Allianz Global Investors U.S." <https://www.allianzglobalinvestors.de/MDBWS/doc/Fokus-Makroprudenzielle-Politik-EN.pdf%3Ff691b4066070f286bd4ae97174d289004400b647webweb+&cd=1&hl=ru&ct=clnk&gl=ua>

"World Economic Outlook. Sustaining the Recovery. Washington, DC: International Monetary Fund, October 2009" <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/02/>

Weidman, J. "All for one and one for all? The roles of microprudential, macroprudential and monetary policy in safeguarding financial stability" [http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Reden/2014/2014\\_02\\_27\\_weidmann.html](http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Reden/2014/2014_02_27_weidmann.html)