

ФИНАНСЫ, ДЕНЕЖНОЕ ОБРАЩЕНИЕ И КРЕДИТ

УДК 336.582.2

ПРУДНИКОВА АННА АНАТОЛЬЕВНА

к.э.н., доцент, Департамент мировой экономики и мировых финансов
Финансового университета при Правительстве РФ, г. Москва, e-mail: Rucap233@yandex.ru

НИКОЛАЕНКОВА МАРИЯ СЕРГЕЕВНА

консультант ООО "Делойт Консалтинг",
e-mail: Maria.nikolaenkova@gmail.com

ОТРИЦАТЕЛЬНАЯ ПРОЦЕНТНАЯ СТАВКА КАК НЕТРАДИЦИОННЫЙ ИНСТРУМЕНТ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

Аннотация. Особенностью современной денежно-кредитной политики развитых стран является применение нетрадиционных инструментов, в частности использование отрицательных процентных ставок, начало которым было положено в 2008 году. Целью исследования в статье является анализ применения отрицательных процентных ставок по операциям банков ряда развитых стран. В настоящее время такую монетарную политику проводят: Европейский центральный банк, Центробанки Дании и Швеции, Банк Японии и Швейцарский национальный банк. Следует отметить, что это относительно новый инструмент денежно-кредитной политики, возможности и риски которого вызывают много дискуссий. Своеобразным краеугольным камнем использования отрицательных процентных ставок стала теория «свободных денег», автором которой является немецкий экономист Сильвио Гезель. Согласно этой теории, применение отрицательных процентных ставок инициирует увеличение кредитной активности, рост денежного оборота, снижение рисков дефляции и в целом генерирует экономический рост. В эмпирической части представлен анализ по отдельным странам, подтверждающий основную гипотезу исследования. В работе делается вывод о том, что в краткосрочной и среднесрочной перспективах применение такого перевернутого инструмента денежно-кредитной политики можно назвать вполне успешным. Однако для долгосрочного периода данная политика может оказаться неэффективной, что связано со следующими возникающими проблемами: инвесторы не получают доходы по купленным ценным бумагам и вынуждены будут уйти в те страны, где процентные ставки выше; страховые и пенсионные фонды, а также крупные банки понесут существенные потери; курс национальной валюты страны станет труднопрогнозируемым. Таким образом, вопрос снижения процентных ставок во многом зависит от других эффективных мер по стимулированию экономического роста.

Ключевые слова: монетарная политика, инструменты денежно-кредитной политики, отрицательные процентные ставки, риски дефляции, рост денежного оборота, кредитная активность.

PRUDNIKOVA ANNA ANATOLIEVNA

Candidate of Economic Sciences, Associate Professor, Department of International Economics and International Finance of the Financial University affiliated to the Government of the RF, Moscow, e-mail: Rucap233@yandex.ru

NIKOLAENKOVA MARIA SERGEEVNA

Consultant of ООО "Deloitte Consulting",
e-mail: Maria.nikolaenkova@gmail.com

THE NEGATIVE INTEREST RATE AS A NON-TRADITIONAL INSTRUMENT OF THE MONETARY-CREDIT POLICY

Abstract. *The typical feature of a modern monetary-credit policy of developed countries is the use of non-traditional instruments, in particular, the use of negative interest rates, the start of which was established in 2008. The goal of the study in the manuscript is analysis of using negative interest rates on bank operations for a number of developed countries. At the present moment, this monetary policy is used by the following: the European Central bank, the Central banks of Denmark and Sweden, the Bank of Japan and the Swiss National Bank. We should note that this is a relatively new instrument of monetary-credit policy, the possibilities and risks of which create many discussions. A cornerstone of sorts of using negative interest rates was the theory of "free money" whose author was a German economist Silvio Gesell. According to this theory, the use of negative interest rates initiates the increase in credit activity, growth of money turnover, reduction of risks of deflation, and, overall, generates economic growth. The empirical part represents the analysis for separate countries that confirms the main hypothesis of the study. The study comes to a conclusion that in the short-term and mid-term perspective the use of this inverted instrument of the monetary-credit policy may be called quite successful. However, for the long-term perspective, this policy may appear to be ineffective which is related to the following arising issues: investors will not receive profits on the purchased securities and will have to go to the countries with high interest rates; insurance and pension funds as well as large banks will suffer substantial losses; the exchange rate of the national currency of the country will become hard to predict. Therefore, the issue of reducing interest rates in many ways depends on other effective measures on stimulating economic growth.*

Keywords: *the monetary policy, instruments of monetary-credit policy, negative interest rates, risks of deflation, growth of money turnover, credit activity.*

Многие страны с начала XXI века в целях стимулирования экономического роста стали применять такие инструменты денежно-кредитной политики, как нулевые процентные ставки, интервенции на валютном рынке, количественное смягчение и другие. Самыми необычными из этих инструментов выступают отрицательные процентные ставки. Сущность отрицательной процентной ставки заключается в том, что центральный банк взимает плату за хранение избыточных резервов коммерческих банков [1].

Общеизвестно, что идея отрицательной процентной ставки принадлежит немецкому экономисту, успешному предпринимателю и социальному реформатору Сильвио Гезеллю [2]. В 1890 году экономист пришел к выводу, что ключевым условием для развития экономики является равномерная скорость обращения денег, в связи с этим они должны перестать выполнять функцию сбережения. Теория Сильвио Гезелля была опробована на практике. Наиболее ярким примером применения теории экономиста является эксперимент, проведенный в австрийском городе Вергль в 1932 году.

Джон Мейнард Кейнс в работе «Общая теория занятости, процента и денег» использование «нулевой процентной ставки» считал вполне возможным (в условиях «ловушки ликвидности»), но в ряде ситуаций малоэффективным способом изменения инвестиционных ожиданий [3]. Макроэкономисты Майкл Вудфорд, Гейте В. Эггертсон, Ларри Саммерс, Пол Кругман в своих работах отмечают, что нынешние экономические проблемы разрешатся только тогда, когда реальные процентные ставки станут отрицательными, иначе США и Европа могут вслед за Японией оказаться в ловушке потерянного десятилетия.

Политика отрицательной процентной ставки перестраивает финансовый механизм. Плата за хранение денежных средств государством стимулирует экономических субъектов проводить активные операции с деньгами. В этом случае население начинает больше потреблять, кредитные организации выдавать более дешевые кредиты и в большем количестве реальному сектору экономики. Стоимость денег постепенно снижается. Увеличенный спрос рождает новое увеличенное предложение, хозяйственная деятельность экономических субъектов расширяется, то есть происходит экономический рост.

Отрицательные ставки сейчас можно встретить не только в отдельных развитых странах, сейчас в мире с отрицательной доходностью торгуются облигации на колоссальную сумму в \$ 3,6 трлн, а это 16 % от JPM Global Government Bond Index. Таким образом, 1/5 часть всех мировых бондов торгуется с отрицательной доходностью, и инвесторы приплачивают эмитенту

за возможность дать в долг.

В современном мире отрицательные процентные ставки активно используются Данией, Швейцарией, Швецией и Японией. В этой группе развитых стран наиболее финансово обеспеченные люди живут в Швейцарии, на втором месте — датчане и шведы, на третьем — население еврозоны и на четвертом — население Японии (рисунок 1).

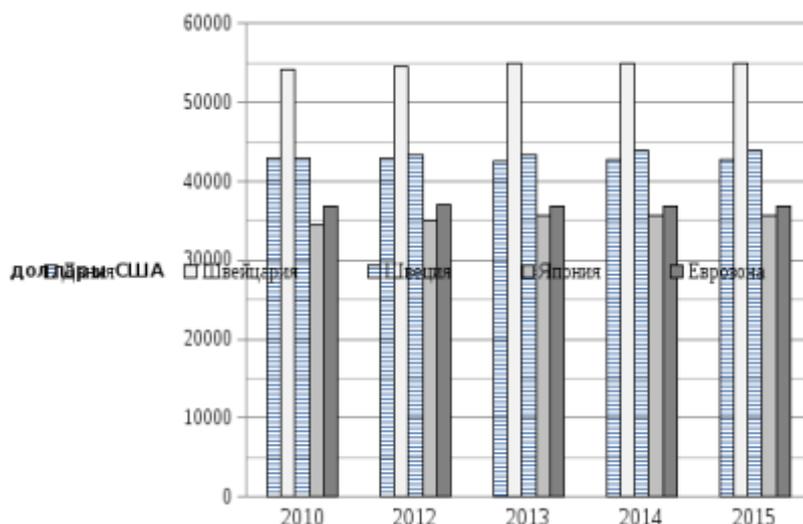


Рис. 1. Среднедушевой доход по паритету покупательной способности в странах, использующих отрицательные процентные ставки за 2010–2015 годы.

Экономика Швейцарии признана одной из самых либеральных и конкурентоспособных экономик мира. Стабильная швейцарская экономика базируется на развитой обрабатывающей промышленности, туризме и финансовом секторе. По уровню конкурентоспособности в соответствии с рейтингом «Индекс глобальных финансовых центров 18» Международный финансовый центр в Цюрихе занимает 7-ю позицию из 84 [4]. Развитая Швейцарская банковская система привлекает клиентов по всему миру, в частности, за счет полной банковской тайны. Кроме этого, всемирную известность качеству швейцарской продукции принесли такие высокотехнологичные отрасли промышленности, как часовая и фармацевтическая, а также пищевая.

Среднедушевой доход по паритету покупательной способности в Швейцарии является высоким. Финансово-экономический кризис 2008–2009 годов негативно сказался на доходах населения, однако за кризисом последовало интенсивное восстановление экономического роста и, как следствие, доходы населения возросли.

Дания обладает высокоразвитой экономикой. Основными экономическими драйверами развития датской экономики являются развитая промышленность, крупный морской торговый флот и высокоэффективное сельское хозяйство. Социальная защита населения в Дании признана одной из лучших в мире (бюджетные расходы страны в этой сфере составляют примерно 70 %). Основная часть трудоспособного населения страны занята на предприятиях малого и среднего бизнеса. Такая структура бизнеса делает экономику Дании гибкой и способной к оперативному реагированию на изменения экономической конъюнктуры.

Среднедушевой доход по паритету покупательной способности в Дании достигает достаточно высоких значений, однако после кризиса 2008 года данный показатель в стране резко сократился, по прогнозам Всемирного банка, продолжит сокращаться и в 2020 году составит 35 830 долларов США [5].

Швеция, также как Дания и Швейцария, признана одной из самых развитых стран мира. Стремительное развитие шведской экономики, начавшееся с XX века, называют «экономическим чудом». В течение нескольких десятилетий из бедной аграрной страны Швеция превратилась в одну из богатейших и высокоразвитых индустриальных держав. Основой быстрого развития страны стали природные ресурсы в сочетании с рядом революционных

шведских изобретений и политикой внешнего нейтралитета государства.

Ведущими отраслями экономики Швеции являются горнодобывающая промышленность, лесное хозяйство и лесоперерабатывающая промышленность, металлургия, машиностроение и энергетика. Шведская экономика является экспорто ориентированной. Согласно исследованию *Doing Business* — 2016, по уровню благоприятности ведения бизнеса Швеция занимает 8-ю позицию из 189 [6].

Эксперты видят будущее шведской экономики в развитии наукоемких отраслей промышленности, чему немало способствуют развитая инфраструктура и передовые технологические разработки. Уже сейчас Швеция принадлежит к числу мировых лидеров в таких высокотехнологичных областях, как биомедицина и информационные технологии.

Среднедушевой доход по паритету покупательной способности в Швеции является высоким. Финансово-экономический кризис 2008–2009 годов оказал огромное влияние на состояние экономики и уровень доходов населения. За кризисом последовало восстановление шведской экономики, и к 2014 году был достигнут докризисный уровень доходов населения. По расчетам Всемирного банка, показатель «среднедушевого дохода по паритету покупательной способности» в Швеции будет иметь восходящий тренд. Плановое значение данного экономического индикатора в 2020 году спрогнозировано на уровне 46 587 долларов США [5].

Япония обладает одной из наиболее развитых экономик мира. По величине размера ВВП ее опережают только США и Китай. Начало стремительного развития японской экономики было положено после Второй мировой войны, когда правительство государства ввело структурные преобразования экономики. С того времени основными драйверами развития японской экономики является тесное сотрудничество правительства с промышленным сектором, активное развитие и использование высоких технологий, специфическая трудовая этика и низкие расходы на оборону. К наиболее развитым промышленным отраслям относятся: автомобилестроение, судостроение и электроника.

Обрабатывающая промышленность в Японии в основном представлена средним и крупным бизнесом. Крупный бизнес задействован в отраслях тяжелой промышленности. Большое внимание на развитие японской экономики оказала и уникальная система управления персоналом. Каждый работник отождествляется с той корпорацией, в которой работает. Несмотря на специфическую систему трудовых отношений, исследование *Doing Business* — 2016 достаточно высоко оценивает Японию по уровню благоприятности ведения бизнеса. Экономика страны занимает 34-ю позицию из 189 [6].

Страна обладает развитым финансовым рынком. В соответствии с «Индексом глобальных финансовых центров 18» Токийский международный финансовый центр по уровню конкурентоспособности уступает только Лондону, Нью-Йорку, Гонконгу и Сингапуру.

Среднедушевой доход по паритету покупательной способности в Японии является высоким. По прогнозам Всемирного банка, в 2020 году тенденция также будет сохранена, а среднедушевой доход по паритету покупательной способности в Японии составит около 37 020 долларов США [5].

Еврозона представляет собой совокупность стран, отказавшихся от использования национальных валют в пользу использования единой общеевропейской валюты — Евро. В настоящее время в состав еврозоны входит 19 стран. К наиболее развитым странам еврозоны относятся Германия, Франция и Италия. В мировых рейтингах конкурентоспособности и уровня развития экономики, образования и других сфер жизни указанные страны занимают высокие позиции. Остальные страны являются последователями.

В настоящий момент экономика Европейского союза (ЕС) находится в кризисных условиях: рекордная величина заимствований еврозоны, осложнение экономических и политических отношений с Россией, увеличение вероятности выхода Великобритании из ЕС, наплыв беженцев в наиболее развитые страны ЕС, увеличение количества террористических актов и т. д.

Все это негативным образом сказывается на экономическом развитии еврозоны. В сравнении с рассмотренными выше странами еврозона до сих пор не достигла докризисного уровня доходов населения. Тем не менее в соответствии с расчетами Всемирного банка к 2020 году экономическая ситуация в еврозоне должна улучшиться, а среднедушевой доход по паритету покупательной способности к 2020 году составит около 38 803 долларов США [5].

Рассматриваемые страны в последние годы все чаще используют отрицательные процентные ставки для стимулирования экономического роста.

Центральный Банк Швейцарии начал использовать нетрадиционные инструменты денежно-кредитной политики с 1972 года, когда им был введен штрафной платеж в размере 8 % годовых в случае увеличения вкладов в швейцарских франках нерезидентами. С ноября 1973 года данная ставка увеличилась до 12 % годовых. Основной причиной применения данной политики стало ограничение денежных потоков в Швейцарию из других стран, особенно из стран-экспортеров нефти [7].

Кроме этого, Банк Швейцарии активно использует отрицательную процентную ставку для борьбы с чрезмерно укрепляющимся курсом франка и дефляции, что в свою очередь помогает стимулировать экономический рост. Так, в декабре 2014 года целевой диапазон для 3-месячной ставки LIBOR изменен с - 1,25 % до - 0,25 %, а ключевая ставка была понижена до - 0,75 %. Такое значение ключевой ставки сохраняется и в 2016 году [8].

Для борьбы с глубокой рецессией банк Швеции с июля 2009 года по сентябрь 2010 установил ключевую процентную ставку на уровне - 0,25 %. Отрицательная процентная ставка в этой стране активно используется и для повышения инфляции до целевого уровня. В июле 2014 года значение ключевой ставки было снижено до - 0,5 %. Начиная с 2015 года ставка РЕ-ПО уменьшилась (составила - 0,1 %, а затем и - 0,35 %). Это в свою очередь привело к снижению ключевой ставки до - 1,1 %. С 11 февраля 2016 года ключевая ставка в Швеции составляет - 0,5 % [8].

Развитые страны Еврозоны также активно используют отрицательную процентную ставку. Основной причиной использования данного инструмента является слабый темп экономического роста, сопровождающийся низкой инфляцией. Наиболее активное применение данного нетрадиционного инструмента монетарной политики отмечается в 2014 году, когда в июне ставка была понижена до - 0,1 %, а затем в сентябре до - 0,2 %. На сегодняшний день Европейский центральный банк сохраняет ключевую ставку на уровне 0,05 %, а ставка овернайт по депозитам банков составляет - 0,3 % [8].

С 2012 года Банк Дании использует нетрадиционные инструменты денежно-кредитной политики для ограничения избыточных инвестиционных притоков на фоне повышающегося курса датской кроны. Так, с июля 2012 года по апрель 2014 года ставка по депозитным сертификатам была снижена до - 0,2 %, в апреле ставка приняла позитивное значение. С сентября 2014 года Центральный банк Дании использовал отрицательную процентную ставку с целью снижения повышающегося курса датской кроны. Тогда ключевая ставка была снижена до - 0,75 % [8], а в настоящее время она составляет - 0,65 % [9].

Еще одним из наиболее ярких примеров использования нетрадиционного инструмента монетарной политики является Страна восходящего солнца. Банк Японии в течение ряда лет использует отрицательную ставку процента для оживления экономики с помощью повышения инфляции. Использование данного инструмента началось с 2001 года. До 2006 года ключевая ставка была равна 0,0 %, с февраля 2007 года последовало ее снижение до - 0,5 %, с ноября 2008 года ставка повысилась до - 0,3 %, а с 19 декабря 2008 года до - 0,1 %. Затем на протяжении нескольких лет она варьировалась в пределах от - 0,1 % до 0,1 %. С 29 января 2016 года ключевая ставка Японии установлена на уровне - 0,1 % [8].

Динамика изменения ключевых ставок в еврозоне, Японии, Дании, Швейцарии и Швеции в 2014–2016 годах свидетельствует о том, что наиболее активную монетарную политику по внедрению негативной процентной ставки проводила Швеция, а наиболее плавную нетрадиционную денежно-кредитную политику проводила Япония (рисунок 2).

В последнее время влияние отрицательных ставок на экономику стран вызывает споры у экспертов. Использование такого перевернутого инструмента денежно-кредитной политики в течение длительного периода времени может оказаться неэффективным по ряду причин: инвесторы не получают доходы по купленным ценным бумагам и вынуждены будут уйти в те страны, где процентные ставки выше; страховые и пенсионные фонды, а также крупные банки могут понести существенные потери; трудно спрогнозировать, как эта политика отразится на курсе национальной валюты страны, так как здесь следует учитывать различные факторы.

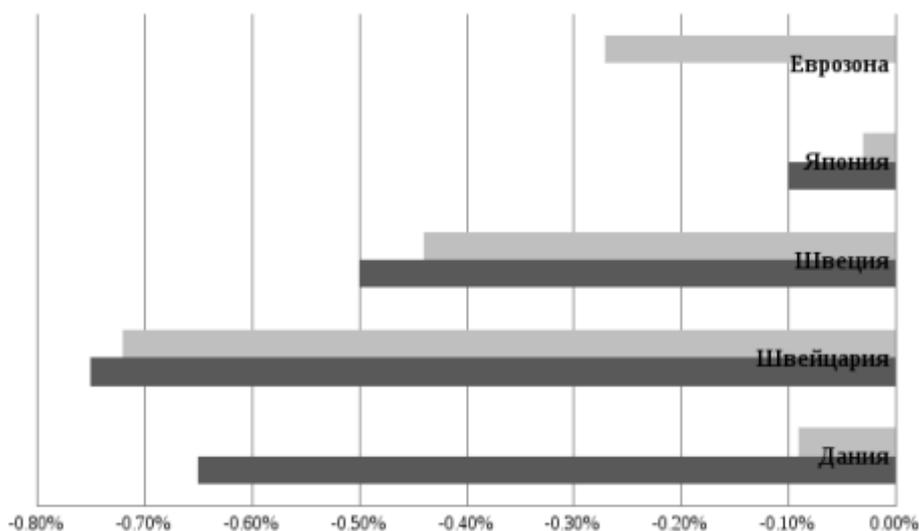


Рис. 2. Использование отрицательных процентных ставок в 2016 году.

Однако, подводя промежуточный итог использования отрицательных процентных ставок в отдельных странах, можно сделать следующие выводы:

- банки, получившие ликвидность по программе количественного смягчения, начинают активно кредитовать, иначе процентная ставка будет съедать их активы;
- инвесторы вынуждены переходить от государственных ценных бумаг с низким доходом к более рискованным активам, таким как акции, корпоративные облигации или недвижимость;
- увеличивается спрос на золото в качестве портфельного актива и значительно повышается его доходность;
- сбережения становятся менее привлекательными, что подталкивает потребителя больше тратить, чем сберегать.

Вследствие того, что отрицательная процентная ставка является относительно новым инструментом денежно-кредитной политики, а вопрос предела снижения процентных ставок до эффективного уровня еще мало изучен, рано делать какие-то определенные выводы и давать полную и достоверную оценку по поводу использования этого инструмента. Однако следует отметить, что отрицательные процентные ставки могут стать реальностью для многих развитых стран, так как выполняют определенную роль для поддержания реального экономического роста, не вызывают значительной волатильности финансового рынка или массового изъятия банковских вкладов.

Литература

1. Звонова Е. А. *Международные валютно-кредитные отношения: учебник и практикум для бакалавров*; под общ. ред. Е. А. Звоновой. — М.: Издательство Юрайт, 2014. — 687 с.
2. Кейнс Дж. М. *Общая теория занятости, процента и денег*. Серия: *Классики экономической литературы — XX век*. — М.: Гелиос АРВ, 2002. — 352 с.
3. Красавина Л. Н. *Международные валютно-кредитные отношения: учебник для вузов*. — М.: Издательство Юрайт, 2014. — 543 с.
4. Николаенкова М. С., Прудникова А. А. *Международный опыт применения отрицательной процентной ставки // Экономика и управление: проблемы, тенденции, перспективы развития: материалы II Междунар. науч.-практ. конф. (Чебоксары, 29 февр. 2016 г.) / редкол.: О. Н. Широков [и др.]*. — Чебоксары: ЦНС «Интерактив плюс», 2016.
5. Некипелов А., Головин М. *Стратегия и тактика денежно-кредитной политики в условиях мирового экономического кризиса // Вопросы экономики*. — 2010. — № 1. — С. 4–21
6. Саргсян К. С. *Критерии и принципы повышения эффективности государственного антикризисного регулирования // Региональные проблемы преобразования экономики*. — 2015. — № 11 (61).
7. Стиглиц: что не так с отрицательными ставками? [Электронный ресурс]. — Режим доступа: http://ktovkurse.com/mirovaya-ekonomika/stiglits-cto-ne-tak-s-otritsatelnymi-stavkami?utm_source=infox.sg (дата обращения: 15.04.2016), свободный. — Загл. с экрана.
8. Таблица процентных ставок ЦБ мира // Рынок Форекс. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.fxstreet.ru/economic-calendar/interest-rates-table/> (дата обращения: 21.02.2016), свободный. — Загл. с экрана.

9. Таблица процентных ставок стран мира. URL: <http://www.tradingeconomics.com> (дата обращения: 15.04.2016).
10. Danmarks Nationalbank. *Negative Interest Rates and their Impact on Credit Institutions' Earnings. Financial Stability 1st Half*. 2015. 66 p.
11. *Doing Business 2015 // A World Bank Group Flagship Report*, 2014 p. 331.
12. European Central Bank (ECB). *Euro Money Market Study*. 2014. 2015. 86 p.
13. International Monetary Fund. *Switzerland: Staff Report for the 2015 Article IV Consultation*. 27 May 2015. 72 p.
14. Jackson H. *The International Experience with Negative Policy Rates - Bank of Canada*, November 2015. 22 p.
15. Martin Menner. *Negative Nominal Interest Rates: History and Current Proposals // CAWM Discussion Paper*. No. 43. January 2011. 32 p.
16. *The Global Financial Centres Index 18*. September 2015. 55 p.
17. Roger Blitz, Leo Lewis. *FX world unmoved by negative interest rates // Financial Times* [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.ft.com/cms/s/0/ea740ec0-d3da-11e5-8887-98e7feb46f27.html> (дата обращения: 21/02/2016), свободный. — Загл. с экрана.
18. Sveriges Riksbank. *Monetary Policy Report*. July 2015. 38 p.
19. Stiglitz J., and A. Weiss. (1981). «Credit Rationing in Markets with Imperfect formation», *American Economic Review* 71,393-410.
20. *Trading economics* [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.tradingeconomics.com> (дата обращения: 27.06.2016), свободный. — Загл. с экрана.

References:

1. Zvonova E. A. *International currency and credit relations: textbook and workshop for students; under the General editorship of E. A. Zvonova*. — М.: Urait, 2014. — 687 S.
2. Keynes John. M. *the General theory of employment, interest and money. Series: classics of economic literature of the XX century*. — М.: Gelios ARV, 2002. — 352 p.
3. Krasavina L. N. *International currency and credit relations: Textbook for universities*. — Moscow: Yurait" 2014. — 543 p.
4. Nikolaenkova M. S., Prudnikov A. A. *international experience of applying negative interest rates // Economy and management: problems, tendencies, prospects of development: materials of the second Intern. science.-pract. Conf. (Cheboksary, 29 Feb. 2016) / redkol.: O. N. Shirokov [and others]. — Cheboksary: CNS Interactive plus," 2016*.
5. Nekipelov A., Golovnin M. *Strategy and tactics of monetary policy in conditions of world economic crisis // Issues of economy*. — 2010. — 1. — P. 4-21
6. Sargsyan K. C. *criteria and principles for improving the effectiveness of public crisis management // regional problems of transformation of the economy*. — 2015. — № 11 (61).
7. Stiglitz: *what's wrong with negative rates? [Electronic resource]*. — Mode of access: http://ktovkurse.com/mirovaya-ekonomika/stiglits-cto-ne-tak-s-otrisatelnymi-stavkami?utm_source=infox.sg (date accessed: 15.04.2016), free. Name. screen.
8. *The table of interest rates of the Central Bank of the world in the Forex market. [Electronic resource]*. — Mode of access: <http://www.fxstreet.ru/economic-calendar/interest-rates-table/> (accessed: 21.02.2016, free. Name. screen.
9. *The table of interest rates in the world*. URL: <http://www.tradingeconomics.com> (date accessed: 15.04.2016).
10. The National Bank Of Denmark. *Negative interest rates and their impact on the income of credit institutions. Financial stability 1st half of the year*. 2015. 66 p.
11. *Doing business 2015 // world Bank group flagship report 2014 p. 331*.
12. The European Central Bank (ECB). *A Study Of The Euro Money Market*. 2014. 2015. 86 p.
13. The International Monetary Fund. *Switzerland: staff report for the article IV consultation 2015*. 27 may 2015. 72 p.
14. Jackson H. *international experience with negative interest rates - the Bank of Canada*, February 2015. 22 p
15. Menner Martin. *Negative nominal interest rates: History and current offers // CAWM Discussion paper*. G. No. 43. January 2011. 32 p.
16. *Global Index Of Financial Centers 18*. September 2015. 55 p.
17. Roger Blitz, Leo Lewis. *The Forex world is indifferent to negative interest rates // Financial times* [Electronic resource]. — Mode of access: <http://www.ft.com/cms/s/0/ea740ec0-d3da-11e5-8887-98e7feb46f27.html> (date accessed: 21/02/2016), free. Name. screen.
18. The Swedish Riksbank. *The Report On Monetary Policy*. Jul 2015. 38 C.
19. John. Stiglitz, and A. Weiss. (1981). «Credit Rationing in markets with imperfect formation,"*American economic Review* 71,393-410.
20. *Trading Economics* [Electronic resource]. — Mode of access: <http://www.tradingeconomics.com> (date accessed: 27.06.2016), free. Name. screen.