

Н. В. Резнікова,

*д. е. н., доцент, доцент кафедри світового господарства та міжнародних економічних відносин,
Інститут міжнародних відносин Київського національного університету імені Тараса
Шевченка*

О. А. Іващенко,

*к. е. н., доцент, доцент кафедри менеджменту зовнішньоекономічної діяльності,
Національна академія статистики, обліку і аудиту*

РОЛЬ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ В ДОСЯГНЕННІ ЕКОНОМІЧНОЇ СТАБІЛЬНОСТІ: АСИМЕТРІЇ ТРАНСМІСІЙНОГО МЕХАНІЗМУ

N. Reznikova,

Doctor of Economics, Associate Professor at the Chair of World Economy

and International Economic Relations of Institute of International Relations Taras Shevchenko National University of Kyiv

O. Ivashchenko,

*PhD (Econ.), associate Professor of the Department of management of foreign trade activities The national Academy
of statistics, accounting and audit*

THE ROLE OF MONETARY POLICY IN ATTAINING ECONOMIC STABILITY: THE ASYMMETRIES OF TRANSMISSION MECHANISM

У статті аналізується вплив, що здійснює на розвиток національної економіки монетарна політика, результати реалізації якої позначаються на макроекономічній динаміці через зміну ділової поведінки економічних суб'єктів. Досліджується асиметричний вплив каналів монетарної трансмісії на економічну активність у різних країнах Єврозони.

The effects of monetary policy for the development of national economy are analyzed, which results have implications for macroeconomic dynamics through change in business behavior of economic entities. The asymmetric influence of monetary transmission channels on the economic activity of various Eurozone countries is studied.

Ключові слова: монетарна політика, монетарний трансмісійний механізм, дилема монетарної політики, канали трансмісії, валютний курс, процентна ставка, капітал, приватні інвестиції, споживання.

Key words: monetary policy, monetary transmission mechanism, dilemma of monetary policy, transmission channels, currency rate, interest rate, capital, private investment, consumption.

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

Дилеми монетарної політики стають більш серйозними, адже коливання економічної активності все більш часто пов'язують із циклами капітального рахунку. Ділові цикли зазвичай загострюються процик-

лічною поведінкою міжнародних позичальників та інвесторів, які схильні підсилювати економічні підйоми та сприяти вразливості країн, які вони вважають привабливими, але в той самий час швидко виходити з ринків внаслідок зміни очікуваного рівня ризику та обмежувати доступ країн до міжнародної ліквідності, коли це найбільш необхідно. Буми, які виникають

внаслідок покращення можливостей прибуткового інвестування, призводять до недооцінки рівня ризику, надлишкової кредитної експансії та надлишкового рівня заборгованості. Наступне збільшення рівня зовнішньої вразливості та погіршення стану платіжного балансу зрештою призводять до переоцінки ризиків та урізання обсягів міжнародного кредитування та інвестування, що, в свою чергу, спричиняє фінансові кризи та різке скорочення економічної активності. Монетарна політика сама по собі виявляється недостатньо результативною в управлінні діловими циклами, які пов'язують із значними припливами та швидкою втечею капіталу. Одним із пояснень цього є той факт, що контрциклічні монетарні заходи, зокрема пристосування політики відсоткових ставок, що необхідні для стабілізації економічної активності, зазвичай здійснюють протилежний вплив на потоки капіталу та обмінні курси, які, в свою чергу, підривають стабільність та зростання.

АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ

Кількість літератури, яка досліджує питання монетарної залежності значно менше (І. Голдфайн, С. Верланга [1], Р. Гондо, Ф. Оррего [2], А.-О. Еррера, Р.О. Вальдес [3]), ніж з питань монетарної трансмісії (Дж. Тейлор [4]; Б. Бернанке [5], К. Брюнер, А. Мертзлер [6]). С. Кечетті [7], вдаючись до детального аналізу праць М. Фрідмана та А. Шварц [8], простежує, в який спосіб змінювався вплив монетарної політики, здійснюваної розвиненими країнами, на грошово-кредитну й валютну політику країн, що розвиваються.

ПОСТАНОВКА ЗАВДАННЯ

Загальновизнаним є той факт, що лібералізація капітальних рахунків викликає багато спірних питань у сфері макроекономічного управління, зокрема в монетарній політиці. Згідно з загальноприйнятою економічною теорією, неможливо одночасно проводити незалежну монетарну політику, контролювати обмінний курс та зберігати відкритим капітальний рахунок. Кожен з цих трьох варіантів поодинокі є потенційно можливим, але лише два з них можуть бути обрані в якості фактичної політики. Втім, завданням нашого дослідження є виокремлення міжкраїнових відмінностей в трансмісії монетарної політики на прикладі країн Єврозони.

ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ

Дилема несумісної трійці базується на кількох варіантах маніпулювання наявним інструментарієм впливу: якщо капітальний рахунок є відкритим, то необхідно обирати між здійсненням контролю над обмінним курсом або проведенням незалежної монетарної політики. Використання монетарної політики в якості контрциклічного засобу з метою регулювання й стабілізації рівня економічної активності може призвести до значних циклічних зсувів обмінного курсу та платіжного балансу. Навпаки, якщо монетарна політика направлена на збереження прив'язки або фіксації валютного курсу, вона не може використовуватися як контрциклічний засіб та не може попереджувати значні коливання рівня економічної активності.

Водночас слід визнати, що більшість країн рідко постає перед подвійним вибором, чітко сформульованим трилемою. Натомість, країни балансують між ступенем фінансової інтеграції та гнучкістю валютного курсу, про що красномовно свідчать результати досліджень Дж. Айзенмана, М. Чінна та Х. Іто, які виміряли масштаби трилеми кожної країни, позначивши її певним індексом [9]. Результати дослідження вчених довели, що підвищення однієї змінної трилеми балансується лінійним зваженим зниженням суми двох інших, втім

існує суттєва відмінність у комбінаціях маневрування між цілями:

— ринки, що розвиваються, сходилися до центру економічної трилеми, балансуючи між контролем над фінансовою відкритістю, управлінням гнучкістю валютного курсу і активною валютною політикою;

— країни-члени ОЕСР зробили більш поляризований вибір у конфігурації трилеми: швидке наближення фінансової інтеграції та/або гнучкості валютні курси (і активна валютна політика), чи європейська валютна зона, де кожна країна втрачає свою монетарну незалежність.

Однак ступінь ерозії автономії монетарної політики в більшості країн, що розвиваються, є навіть вищим, ніж той, що характеризується загальноприйнятою економічною теорією. У цих країнах монетарна політика не може завжди забезпечувати макроекономічну та фінансову стабільність, незважаючи на те, чи спрямована вона на підтримання стабільності валютного курсу, або ж проводиться незалежно з метою контрциклічного регулювання економіки. Перш за все, в умовах сучасних фінансових ринків вплив монетарної політики та політики відсоткових ставок на обмінний курс є набагато більш невизначеним та нестабільним, аніж це зазвичай описується теорією несумісної трійці, через волатильність настроїв ринку та оцінок рівня ризику. Під час фінансової кризи підвищення відсоткових ставок зазвичай не в змозі стримати падіння валюти, тоді як у більш сприятливі часи з точки зору оцінки ризику невелика арбітражна маржа може привабити значні вхідні потоки приватного капіталу та викликати посилення валюти.

Слід визнати: поки "несумісна трійця" наполягає на необхідності вибору, історія демонструє, що вибір ніколи не є завершальним. Досліджуючи конфігурації "несумісної трійці", актуалізуємо проблему накопичення резервів, наголошуючи на існуванні трьох факторів взаємозалежності. Перший фактор — так званий "страх перед плаванням", виявлений у бажанні жорстко контролювати валютний курс (або продовжувати його фіксувати) з ряду причин — підвищити торгівлю, пом'якшити дестабілізацію балансу в доларизованих пасивах внаслідок потрясінь або забезпечити прозорий номінальний якір очікувань росту цін. Другий фактор — прийняття активних політик для розвитку і збільшення показника капіталізації національної банківської системи відносно ВВП. Третій фактор доповнює поглиблення внутрішнього фінансового посередництва збільшенням зовнішньої фінансової інтеграції. Феномен "страху перед плаванням", на переконання В.Козюка, є не стільки породженням потреби у стабільності задля розвитку торгівлі, скільки відображає фундаментальну проблему вразливості доларизованих пасивів фінансового сектору до змін валютних курсів, хоча при цьому також є наслідком більш істотного зв'язку між змінами курсів та інфляцією. З цих міркувань валютний курс все одно залишається важливим елементом операційного каркасу монетарної політики в країнах з ринками, що виникають, а роль валютних резервів у монетарній політиці не перестає знижуватися навіть попри розширення діапазону коливань курсів. Відповідно, процентні ставки слугують більше місію захисту курсів, ніж стають елементом впливу на внутрішню рівновагу [10].

Фінансова глобалізація сприяла зменшенню відносної необхідності використання монетарної політики задля стабілізації рівня виробництва, натомість збільшилась її необхідність задля забезпечення цінової стабільності. Як наслідок, акцент монетарної політики змістився на досягнення цінової стабільності, при цьому багато країн офіційно запровадили режими таргетування інфляції. Наслідки для фінансових ринків були досить м'якими та проявились у змен-

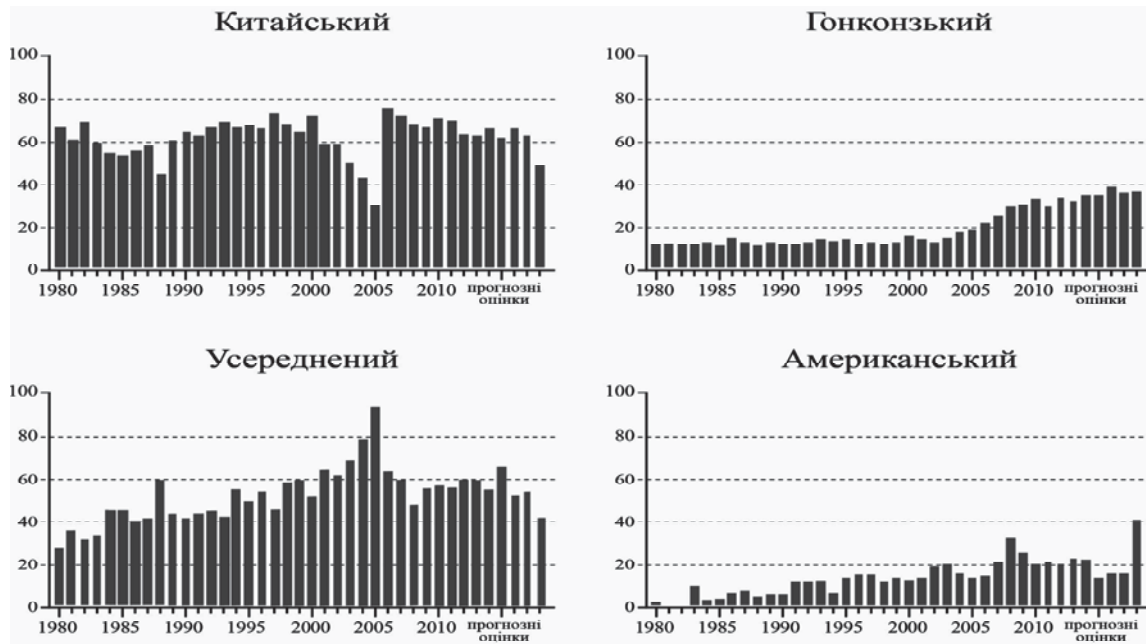


Рис. 1. Модифікація трилеми стабільності за критерієм кількості країн

шенні коливань темпів інфляції та покращенні умов кредитування для економік з емерджентними ринками.

Дослідник М.Шпігель [11] запропонував розглядати чотири варіанти модифікації трилеми монетарного суверенітету:

- "гонконзький" тип, що передбачає співіснування стабільного валютного курсу і відкритих ринків капіталу;

- "китайський" тип, який характеризується поєднанням стабільного валютного курсу і збереженням грошового суверенітету;

- "американський" тип, якому притаманна конфігурація вільних фінансових ринків і грошового суверенітету;

- "усереднений" тип з помірним ступенем наявності усіх трьох характеристик.

Впродовж сучасного періоду, за підрахунками М.Шпігеля, найзагальнішим варіантом модифікації трилеми виступає "китайський" тип (рис. 1). Приблизно щороку понад сорок економік мали відносно стійкі валютні курси і відносно вищий ступінь грошового суверенітету. Кількість країн, що сповідують засади усередненого типу трилеми монетарного суверенітету значно зросла у дев'яності роки по мірі того, як багато економік "китайського" типу вдалися до послаблення контролю капіталу. Кількість економік "гонконзького" типу почала значно зростати, починаючи з дев'яностих років, тоді як сповідувачі "американського" варіанту трилеми майже не зазнавали змін. Прикметно, що збільшення мобільності капіталу робить нестабільними проміжні режими валютного курсу, змушуючи уряди вибрати між нульовою і повною стабільністю валютного курсу [12].

Країнам, що розвиваються, надавалась порада спрямовувати свою монетарну політику на досягнення цінової стабільності, часто у формі таргетування інфляції. В обов'язок останньої ставиться досягнення цінової стабільності разом із фіскальною дисципліною, які мають сприяти швидкому економічному зростанню, а також забезпеченню макроекономічної та фінансової стабільності, включаючи стабільність доходів та зайнятості, платіжного балансу, потоків капіталу, відсоткових ставок, обмінних курсів та цін на активи. Однак ця порада стає все більш непридатною для виконання, адже в багатьох країнах, що розвиваються, успіх у забезпеченні цінової стабільності

та фіскальної дисципліни не супроводжувався швидкими темпами сталого розвитку. Більш важливо, що в деяких країнах з ринками, що формуються, зокрема у Східній Азії, цикли буму та спаду потоків капіталу та різкі коливання валютних курсів, платіжних балансів, зайнятості та економічної активності мали місце саме за умов цінової стабільності та фіскальної дисципліни [13]. У більш екстремальних випадках таких, як, наприклад, у Латинській Америці, цінова стабільність досягалась за рахунок підвищення фінансової вразливості та нестабільності шляхом запровадження стабілізаційних програм, які спрямовувались на підтримку стабільності обмінних курсів за рахунок нестабільних потоків капіталу.

Дилеми монетарної політики стають більш серйозними, адже коливання економічної активності все більш часто пов'язують із циклами капітального рахунку. Ділові цикли зазвичай загострюються проциклічною поведінкою міжнародних позичальників та інвесторів, які схильні підсилювати економічні підйоми та сприяти вразливості країн, які вони вважають привабливими, але в той самий час швидко виходити з ринків внаслідок зміни очікуваного рівня ризику та обмежувати доступ країн до міжнародної ліквідності, коли це найбільш необхідно [14]. Буми, які виникають внаслідок покращення можливостей прибуткового інвестування, призводять до недооцінки рівня ризику, надлишкової кредитної експансії та надлишкового рівня заборгованості. Наступне збільшення рівня зовнішньої вразливості та погіршення стану платіжного балансу зрештою призводять до переоцінки ризиків та урізання обсягів міжнародного кредитування та інвестування, що, в свою чергу, спричиняє фінансові кризи та різке скорочення економічної активності. Монетарна політика сама по собі виявляється недостатньо результативною в управлінні діловими циклами, які пов'язують із значними припливами та швидкою втечею капіталу [11]. Одним із пояснень цього є той факт, що контрциклічні монетарні заходи, зокрема пристосування політики відсоткових ставок, що необхідні для стабілізації економічної активності, зазвичай здійснюють протилежний вплив на потоки капіталу та обмінні курси, які, в свою чергу, підбивають стабільність та зростання.

Попри чіткий, злагоджений механізм функціонування Єврозони, слід констатувати наявність в неї ознак асиметрії, зокрема в монетарній політиці. Так, на-

приклад, серед країн зони євро існують відмінності у впливі зміни процентних ставок на ВВП та споживання. Крім того, є група країн, чия економічна структура є досить однорідною, але є й інші, де ситуація дещо відрізняється. З плином часу і розмір ядра зони євро став більшим, і тепер він включає такі країни, як Італію та Іспанію, які, як правило, раніше не входили до нього.

Загалом виділяють шість каналів трансмісії монетарної політики:

1. Канал заміни споживання — реальна процентна ставка являє собою відносну вартість сьогоденного споживання проти майбутнього. Після проведення більш жорсткої грошово-кредитної політики корисним є зменшення споживання і збільшення заощаджень, що негативно відображається на поточному рівні економічної активності. Ефективність цього каналу залежить від співвідношення ВВП та чутливості споживання до зміни процентних ставок.

2. Канал вартості капіталу — збільшення реальної процентної ставки відображається в реальній вартості капіталу. Оптимальний коефіцієнт капіталоємності зменшується разом з темпом накопичення капіталу. Аналогічний механізм працює для інвестування у нерухомість і для накопичення матеріальних запасів. Вартість оренди товарів тривалого користування має однакову тенденцію з вартістю капіталу, а також призводить до скорочення споживчих витрат. Ефективність цього каналу залежить від фінансової структури та умов, з якими стикаються фірми. Наприклад, наслідки можуть бути більшими в країнах, де фірми мають більшу заборгованість, або коли вони беруть позики за короткостроковими процентними ставками. Як і споживачі, фірми можуть також стикатися з кредитним обмеженням, що є важливим для дрібних фірм з менш легким доступом до ринків капіталу. І нарешті, виробнича структура також має певне значення для цього каналу, оскільки деякі галузі промисловості можуть більше залежати від зміни процентних ставок через їх капітальні вимоги або через характер товарів, які вони виробляють (наприклад, товари тривалого користування або засоби виробництва) [11].

3. Канал доходу і грошового потоку — підвищення фінансової дохідності збільшує наявний дохід чистих кредиторів і зменшує грошові потоки чистих позичальників. Ефективність цього каналу пов'язана з фінансовою структурою економіки і залежить від відносної схильності позичальників і кредиторів витратити.

4. Канал багатства — підвищення вартості запозичень знижує дисконтовану вартість майбутніх виплат за фізичними і фінансовими активами. Ринкова вартість чистих активів домогосподарств корегується на зміну ринкової вартості капіталу, і відповідно, витрати домогосподарств зменшуються. Ефективність цього каналу залежить від величини багатства домогосподарств і чутливості споживчих витрат до змін у багатстві.

5. Канал валютного курсу — більш жорстка грошово-кредитна політика призводить до зростання валютного курсу. Більший курс призводить до зменшення обсягів експорту і збільшення споживчих витрат, викликаних позитивним ефектом доходу, який виникає внаслідок зростання курсу. Також це призводить до падіння рівня цін, оскільки зменшується вартість імпортованих товарів, що погіршує конкурентні позиції вітчизняних фірм, а, отже, зменшує чистий експорт. Ефективність цього каналу пов'язана з ціновою стратегією імпортерів.

6. Канал надлишку — майже не враховується в межах зони євро. Ефективність цього каналу залежить від попиту на експорт і обсягу торгівлі в межах єврозони.

Варто зауважити, що не всі з цих шести каналів трансмісії монетарної політики спрацьовують по всій зоні євро, лише канали заміни споживання, вартості капіталу, валютного курсу та надлишку присутні всюди. Зокрема, канал доходу і грошових потоків не спрацьовує в Греції та Ірландії, а канал багатства навпаки спрацьовує лише в Бельгії, Ірландії, Італії та Люксембурзі.

Щодо каналу заміни споживання, то в більшості країн зони євро споживання безпосередньо залежить від зміни процентної ставки у короткостроковому періоді, зокрема, у випадку Греції, Ірландії та Португалії це реальна короткострокова ставка. В Іспанії, Нідерландах, Німеччині та Люксембурзі споживання залежить від довгострокової процентної ставки. В Італії ж, короткострокові процентні ставки впливають на споживання товарів тривалого користування, натомість довгострокові процентні ставки впливають на споживання товарів короткочасного користування.

Чутливість споживчих витрат до зміни процентних ставок залежить від ступеня, до якого споживачі відчувають необхідність зробити попередні заощадження, і в якій мірі вони стикаються з кредитним обмеженням. Зростання процентних ставок призводить до збільшення прибутку страхових залишків, і, якщо це призводить до погіршення економічних умов, то можна очікувати збільшення потреби в таких залишках, що викликає додаткову економію і зниження споживчих витрат. Крім того, необхідність попередніх заощаджень є більшою в самозайнятих, ніж в найманих працівників. А оскільки самозайняті здебільшого не мають регулярного і надійного доходу, то вони найімовірніше зіткнуться з кредитним обмеженням, на відміну від постійних найманих працівників. А підвищення процентних ставок може збільшити кількість кредитних обмежень споживачів і може погіршити перспективи короткострокових доходів. Тож, у тих країнах, де самостійна підприємницька діяльність є більш поширеною, ефект заміщення є більшим.

Щодо каналу вартості капіталу, то він також спрацьовує в усіх країнах зони євро. В багатьох випадках зв'язок між процентними ставками і виробничим інвестуванням проявляється через основний капітал. Зміна процентних ставок впливає на витрати користувачів капіталу, що позначається на самому капіталі і, тим самим, на інвестиціях (табл. 1). Через витрати на регулювання інвестиції можуть лише поступово збільшити фактичний капітал до потрібного рівня. Щодо вартості капіталу, то країною з найбільшою вартістю капіталу в зоні євро є Італія, друге місце посідає Португалія.

Розглядаючи більш детально канал доходу, варто зауважити, що його ефективність залежить ще й від фінансового становища домогосподарств та фірм під час дії запровадженої монетарної політики. Країнами, що мають негативний ефект від каналу доходу на виробництво є Португалія та Фінляндія, а позитивний ефект мають Бельгія, Іспанія, Франція та Італія. Величина ефекту доходу залежить від чистої суми процентних надходжень домогосподарств, а також від впливу на домогосподарства зміни ставки через короткостроковий борг. Наприклад, в Італії позитивний ефект каналу доходу відображає той факт, що домогосподарства є чистими кредиторами і збільшують споживання у відповідь на збільшення виплати відсотків з борговими зобов'язаннями уряду. У Фінляндії та Нідерландах домогосподарства навпаки є нетто-боржниками, тож, канал доходу лише збільшує падіння виробництва в цих країнах. Крім того, існує тенденція, що чим більшим є короткостроковий борг домогосподарств, тим більш негативним є ефект доходу (прикладом є Португалія).

Таблиця 1. Вплив процентних ставок на приватні інвестиції і споживання

Країна	Приватні інвестиції	Споживання
Німеччина	Пряма дія довгострокових процентних ставок та непрямий вплив через ефект довгострокової процентної ставки на поточну вартість амортизаційних відрахувань, що впливає на інвестиційний дефлятор	Реальна процентна ставка за довгостроковими кредитними зобов'язаннями впливає на споживання на душу населення
Греція	Вплив через затрати на користування капіталом.	Пряма дія процентної ставки
Іспанія	Реальна вартість капіталу для користування (довгострокова).	Реальна довгострокова процентна ставка
Франція	І коротко- і довгострокова процентна ставка впливають лише на грошові потоки	Прямий вплив реальної короткострокової процентної ставки
Ірландія	Впливає через вартість капіталу, яка є довгостроковою процентною ставкою і корпоративними витратами за позиками	Реальна короткострокова процентна ставка впливає на споживання у короткостроковому періоді
Італія	Інвестиції в устаткування залежать від вартості капіталу, яка визначається за прибутковістю казначейських облігацій (довгострокова ставка) і середньою кредитною ставкою. Інвестиції в структури залежать від середньої кредитної ставки. Інвестиції в нерухомість є функцією короткострокового кредиту	Споживання товарів тривалого користування залежить від процентної ставки за короткостроковими кредитами, в той час як споживання товарів нетривалого користування пов'язане з довгостроковою процентною ставкою
Люксембург	Вартість капіталу об'єднує короткострокову і довгострокову процентні ставки	Реальна довгострокова процентна ставка
Нідерланди	Середньозважена коротко- і довгострокових ставок	Довгострокова процентна ставка
Австрія	Прямий вплив ставки банківського кредитування	Прямий вплив ставки банківського кредитування
Португалія	Впливає через вартість капіталу, яка є середнім числом коротко- і довгострокової процентної ставки	Прямий вплив реальної короткострокової процентної ставки
Фінляндія	Впливає через вартість оренди капіталу, що пов'язана з короткостроковою процентною ставкою	Прямий вплив ставки банківського кредитування

Джерело: [15].

Щодо каналу багатства, то він не спрацьовує в Австрії, Німеччині, Греції, Іспанії, Франції та Португалії. Загалом же, зміни в багатстві спричинені (накопиченими) змінами в запасах активів (МЗ, облігацій, акцій та чистих іноземних активів). Що стосується останнього, то ціни на активи є ендегенними у випадку Фінляндії (ціни на нерухомість), Італії (нерухомість та облігації) і Нідерландів (нерухомість, акції та облігації). Більш того, у випадку Фінляндії та Нідерландів багатство не тільки впливає безпосередньо на споживання, але й також на інвестиції в нерухомість шляхом зміни цін на нерухомість.

Проблема каналу багатства полягає у тому, що він не спрацьовує в половині країн зони євро. Така слабкість, можливо, є дивною, враховуючи зростаючу важливість акції та облігації в портфелях домогосподарств і фірм. Однією з причин, чому ефект багатства може або бути помірним або не спрацьовувати, є те, що, за припущенням, шок процентної ставки є досить короткостроковим, а довгострокові процентні ставки реагують тільки частково, обмежуючи вплив на ціни активів.

Звертаючи увагу на канал валютного курсу, варто зауважити, що він безпосередньо відображається в цінах на нафту та інші сировинні товари, виражених у євро (використовуючи обмінний курс євро-долар) і зовнішніх цінах на інші товари та послуги. Зміна імпорتنих цін та цін конкурентів в євро провокує зміну внутрішніх цін, яка поширюється й через систему заробітної плати. Серед країн єврозони найбільший ціновий ефект має Фінляндія, а найменший — Люксембург, однак якщо розглянути вплив ціни на виробництво, то найбільший ефект має Німеччина, а найменший — Португалія.

ВИСНОВКИ

Відкритість і галузева структура є відповідними детермінантами відмінностей в обмінному курсі країн зони євро. Ще однією детермінантою є цінова стратегія імпортерів, тобто як вони будуть себе поводити, встановлюючи ціни: або диктувати ціни або пасивно приймати їх. Наприклад, зміна цін на сировину і паливо, які визначаються на міжнародних ринках, безпосередньо відобразиться й на внутрішніх цінах та валютному курсі за умови високої частки таких товарів у загальному обсязі імпорту. Крім того, вра-

ховуючи вплив зміни курсу на виробництво, не варто забувати і про багатонаціональні компанії, адже їх наявність може призвести до значного ефекту від каналу обмінного курсу, оскільки такі фірми за необхідності можуть набагато легше змінити місце виробництва.

Щодо каналу надлишку, то серед країн зони євро найбільший вплив на ціни він має у Фінляндії, тоді як Німеччина та Ірландія демонструють мінімальний вплив. З точки зору впливу на виробництво, то найбільший ефект демонструють Бельгія і Люксембург. Загалом же, величина впливу каналу надлишку на ціни залежить від того, як зміни цін імпорту відображаються на внутрішніх цінах. Хоча й частково, але це залежить від того, наскільки важливим є імпорт в межах єврозони щодо ВВП.

Таким чином, міжкраїнові відмінності в трансмісії монетарної політики можна пояснити деякими механізмами фіскальної політики, кредитної політики, виробничою та галузевою структурою країн. Такий взаємозв'язок між різними механізмами лише підкреслює взаємозалежність між країнами, не зважаючи на наявну асиметрію в зоні євро.

Література:

1. Goldfajn I. The Pass-Through from Depreciation to Inflation: A Panel Study / I. Goldfajn, S. Werlang. — Rio de Janeiro: Instituto de Pesquisas Economicas e Aplicadas, 2000. — 43 p.
2. Gondo R. Dedollarization and financial robustness / R. Gondo, F. Orrego. — Lima: Banco Central de Reserva del Peru, 2011. — 34 p.
3. Herrera L.O. Dedollarization, Indexation and Nominalization: The Chilean Experience [Electronic resource] / L.O. Herrera, R. O. Valdes. — 2004. — Mode of access: <http://www.bcentral.cl/eng/studies/workingpapers/pdf/dtbc261.pdf>
4. Taylor J.B. The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework [Electronic resource] / J.B. Taylor // Journal of Economic Perspectives. — 1995. — Vol. 9 (4). — Mode of access: http://web.stanford.edu/~johntayl/Onlinepaperscombinedbyyear/1995/The_Monetary_Transmission_Mechanism_An_Empirical_Framework.pdf
5. Bernanke B.S. Alternative Explanations of the Money-Income Correlation [Electronic resource] / B.S.

Bernanke. — Mode of access: <http://www.nber.org/papers/w1842>

6. Brunner K. Money, Debt, and Economic Activity [Electronic resource] / R. Brunner, A.H. Meltzer // Journal of Political Economy. — 1972. — Vol. 80. — P. 951—977. — Mode of access: <http://repository.cmu.edu/tepper/653/>

7. Cecchetti S.G. Distinguishing Theories of the Monetary Transmission Mechanism [Electronic resource] / S.G. Cecchetti. — Mode of access: <http://people.brandeis.edu/~cecchett/Polpdf/Polp09.pdf>

8. Friedman M. A Monetary History of the United States, 1867—1960 [Electronic resource] / M. Friedman, A.J. Schwartz. — Mode of access: http://eh.net/book_reviews/a-monetary-history-of-the-united-states-1867-1960/

9. Aizenman J. Assessing the Emerging Global Financial Architecture: Measuring the Trilemma's Configurations over Time [Electronic resource] / J. Aizenman, M. Chinn, H. Ito // NBER Working Paper. — 2010. — № 14533. — Mode of access: <http://web.pdx.edu/~ito/w14533.pdf>

10. Козюк В.В. Монетарні засади глобальної фінансової стабільності: монографія / В.В. Козюк. — Тернопіль: ТНЕУ, "Економічна думка", 2009. — 728 с.

11. Spiegel M.M. Financial globalization and monetary policy discipline: a survey with new evidence from financial remoteness [Electronic resource] / M.M. Spiegel. — Mode of access: <http://www.frbsf.org/publications/economics/papers/2008/wp08-10bk.pdf>

12. Fritz B. New Issues in Regional Monetary Coordination: Understanding North-South and South-South Arrangements / B. Fritz, M. Metzger. — London: Palgrave, 2006. — P. 3—25

13. Rogoff K.S. Impact of Globalization on Monetary Policy [Electronic resource] / K.S. Rogoff. — Mode of access: http://scholar.harvard.edu/files/rogoff/files/impact_of_globalization_on_monetary_policy.pdf

14. Simmons B. The Legalization of International Monetary Affairs / B. Simmons // International Organization. — 2000. — Vol. 54. — № 3. — P. 573—602.

15. Cross-country differences in monetary policy transmission (2004), [Electronic resource] / R.-P. Berben, A. Locarno, J. Morgan, J. Valles. — Mode of access: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp400.pdf>

16. Menkveld A.J. Euro area sovereign yield dynamics: the role of order imbalance (2004), [Electronic resource] / A.J. Menkveld, Y.C. Cheung, F. de Jong. — Mode of access: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp385.pdf?3ce0d125a2eb72a6a5a2efdb8dd9d2e2>

17. Smets F. Comparing shocks and frictions in US and euro area business cycles: a Bayesian DSGE approach / F. Smets, R. Wouters. — Mode of access: <http://qed.econ.queensu.ca:80/jae/2005-v20.2/>

18. Sporadic manipulation in money markets with central bank standing facilities (2004), [Electronic resource] / C. Ewerhart, N. Cassola, S. Ejerskov, N. Valla. — Mode of access: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp399.pdf>

19. Adam K. Optimal monetary policy under commitment with a zero bound on nominal interest rates [Electronic resource] / K. Adam, R.M. Billi. — Mode of access: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp377.pdf?374d600f5c7511c6f962e8480cd95a37>

References:

1. Goldfajn, I. and Werlang, S. (2000), The Pass-Through from Depreciation to Inflation: A Panel Study, Instituto de Pesquisas Economicas e Aplicadas, Rio de Janeiro, Brazil.

2. Gondo, R. and Orrego, R. (2011), Dedollarization and financial robustness, Central Reserve Bank of Peru, Lima, Peru.

3. Herrera, L.O. and Valdes, R.O. (2004), "Dedollarization, Indexation and Nominalization: The Chilean Experience", available at: <http://www.bcentral.cl/eng/studies/working-papers/pdf/dtbc261.pdf> (Accessed 2 February 2016).

4. Taylor, J.B. (1995), "The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework", Journal of Economic Perspectives, [Online], vol. 9, no. 4, available at: http://web.stanford.edu/~johntayl/Onlinepaperscombinedbyyear/1995/The_Monetary_Transmission_Mechanism_An_Empirical_Framework.pdf (Accessed 2 February 2016).

5. Bernanke, B.S. (1986), "Alternative Explanations of the Money-Income Correlation", available at: <http://www.nber.org/papers/w1842> (Accessed 4 February 2016).

6. Brunner, K. and Meltzer, A.Y. (1972), "Money, Debt, and Economic Activity", Journal of Political Economy, [Online], vol. 80, pp. 951—977, available at: <http://repository.cmu.edu/tepper/653/> (Accessed 4 February 2016).

7. Cecchetti, S.G. (1995), "Distinguishing Theories of the Monetary Transmission Mechanism", available at: <http://people.brandeis.edu/~cecchett/Polpdf/Polp09.pdf> (Accessed 5 February 2016).

8. Friedman, M. A and Schwartz, A.J. (1963), "Monetary History of the United States, 1867—1960", available at: http://eh.net/book_reviews/a-monetary-history-of-the-united-states-1867-1960/ (Accessed 5 February 2016).

9. Aizenman, J. Chinn, M. and Ito, H. (2010), "Assessing the Emerging Global Financial Architecture: Measuring the Trilemma's Configurations over Time", NBER Working Paper, [Online], no. 14533, available at: <http://web.pdx.edu/~ito/w14533.pdf> (Accessed 5 February 2016).

10. Koziuk, V.V. (2009), Monetarni zasady hlobal'noi finansovoi stabil'nosti [Monetary foundations of global financial stability], TNEU, "Ekonomichna dumka", Ternopil', Ukraine.

11. Spiegel, M.M. (2008), "Financial globalization and monetary policy discipline: a survey with new evidence from financial remoteness", available at: <http://www.frbsf.org/publications/economics/papers/2008/wp08-10bk.pdf> (Accessed 7 February 2016).

12. Fritz, B. and Metzger, M. (2006), New Issues in Regional Monetary Coordination: Understanding North-South and South-South Arrangements, Palgrave, London, UK.

13. Rogoff, K.S. (2002), "Impact of Globalization on Monetary Policy", available at: http://scholar.harvard.edu/files/rogoff/files/impact_of_globalization_on_monetary_policy.pdf (Accessed 7 February 2016).

14. Simmons, B. (2000), "The Legalization of International Monetary Affairs", International Organization, vol. 54, no. 3, pp. 573—602.

15. Berben, R.-P. Locarno, A. Morgan, J. and Valles, J. (2004), "Cross-country differences in monetary policy transmission", available at: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp400.pdf> (Accessed 7 February 2016).

16. Menkveld, A.J. Cheung, Y.C. and de Jong, F. (2004), "Euro area sovereign yield dynamics: the role of order imbalance", available at: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp385.pdf?3ce0d125a2eb72a6a5a2efdb8dd9d2e2> (Accessed 9 February 2016).

17. Smets, F. and Wouters, R. (2005), "Comparing shocks and frictions in US and euro area business cycles: a Bayesian DSGE approach", available at: <http://qed.econ.queensu.ca:80/jae/2005-v20.2/> (Accessed 8 February 2016).

18. Ewerhart, C. Cassola, N. Ejerskov, S. and Valla, N. (2004), "Sporadic manipulation in money markets with central bank standing facilities", available at: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp399.pdf> (Accessed 10 February 2016).

19. Adam, K. and Billi, R.M. (2004), "Optimal monetary policy under commitment with a zero bound on nominal interest rates", available at: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp377.pdf?374d600f5c7511c6f962e8480cd95a37> (Accessed 10 February 2016).

Стаття надійшла до редакції 07.02.2016 р.