

ПРОЦЕНТНІ СТАВКИ ТА МОНЕТАРНА ПОЛІТИКА В СВІТЛІ ГЛОБАЛІЗАЦІЇ ФІНАНСОВИХ РИНКІВ

Розглянуто основні теоретичні та емпіричні підходи до дослідження проблеми поведінки процентних ставок за умов економічної глобалізації. Проаналізовано основні виклики центральним банкам, що пов'язані з вирівнюванням довготермінових процентних ставок. Здійснено емпіричний аналіз зв'язку між довго- та короткотерміновими процентними ставками у розвинутих країнах, на основі чого зроблено висновки стосовно неповної глобалізації фінансових ринків та збереження можливостей для центральних банків впливати на економічні процеси всередині країни.

Глобалізація фінансових ринків суттєво трансформує звичні зв'язки між динамікою основних макроекономічних параметрів. Насамперед це стосується процентних ставок, оскільки вони є індикаторами ситуації на кожному окремому ринку і відображають широкий спектр фундаментальних процесів та очікувань економічних агентів. Можна стверджувати, що відкритість економіки, вивільняючи мобільність капіталу з режиму національних обмежень, створює середовище безпосереднього впливу глобальних процесів саме на процентні ставки, оскільки вони перші "вловлюють" напрямки руху міжнародних фінансових потоків між країнами чи окремими сегментами світового ринку грошей та капіталів. З іншого боку, процентні ставки залишаються важливим інструментом монетарної політики, від ефективності застосування якого багато в чому залежить спроможність центральних банків впливати на економічні процеси, що відбуваються на національному рівні, адже органи грошової влади залишаються інституціями, завданням яких є забезпечення досягнення тих цілей, що визначені легітимно, тобто мають внутрішньокраїнне походження, попри те, що глобалізація руйнує звичні політичні та географічні кордони національних господарств. Усе зазначене вказує на *високу актуальність* досліджуваної проблеми.

Оскільки процентні ставки є індикаторами попиту і пропозиції на фінансових ринках, а мобільність капіталу привносить у цю систему екзогенні відносно окремої країни детермінанти їх утворення, то в умовах інтеграції ринків має спостерігатись тенденція до вирівнювання цін, тобто, в даному випадку, процентних ставок. Звідси випливає, що глобалізація фінансових ринків є фундаментальним фактором вирівнювання національних процентних ставок, а це, у свою чергу, має відобразитись на спроможності центральних банків здійснювати монетарну політику відповідно до внутрішніх макроекономічних пріоритетів. Отже, дослідження зв'язку

між глобалізаційно обумовленими тенденціями вирівнювання процентних ставок внаслідок інтеграції фінансових ринків та ефективністю монетарної політики є надзвичайно актуальним.

Зауважимо, що в економічній літературі сформувався вже цілий пласт досліджень, які виявляють закономірності поведінки процентних ставок в умовах глобалізації. Причому, такі дослідження, маючи конвенціонально спільну предметну сферу, диференціюються щодо інтерпретації того, наскільки припущення про глобалізацію фінансових ринків є адекватним. Наприклад, Р. Барро та Х. Сала-і-Мартін констатують відсутність щільного зв'язку між динамікою світових процентних ставок і станом світових заощаджень та інвестицій. Згідно з логікою даних економістів, формування процентних ставок зберігає свою обумовленість внутрішніми факторами і детермінанти якісного стану (ступінь інтеграції) світових ринків. Такий стан тільки сприяє цьому, оскільки вони не інтегровані повною мірою [1, 15 – 74], власне як і у випадку з інтерпретацією парадоксу Філдстайна-Хоріоки, відповідно до якого національні інвестиції визначаються національними заощадженнями. Обумовленість динаміки процентних ставок внутрішніми, а не глобальними, процесами також впливає з характеру кореляції між фактичними ставками та теоретичними, обрахованими, згідно з правилом Тейлора. Якщо впродовж 1968 – 1979 рр. кореляція між даними ставками для США становила 0,28, Японії – 0,55, Німеччини – 0,29, Франції – 0,19, Італії – 0,60, Великобританії – 0,06, Канади – 0,55, то за період 1980 – 1996 рр. кореляція склала, відповідно, 0,71, 0,69, 0,72, 0,75, 0,79, 0,66, 0,81 [2, 36]. Оскільки правило Тейлора передбачає, що встановлення процентної ставки відбувається, враховуючи реакцію центрального банку тільки на два параметри – ВВП-розрив та інфляцію, то підвищення згаданої кореляції і є підтвердженням того, що саме внутрішні фактори визначають характер поведінки органів грошової влади.

У рамках альтернативних підходів стверджується, що інтеграція ринків, отже вирівнювання коливань процентних ставок на різних ринках, суттєво підвищились за останній час. Це стосується як високої еластичності зв'язку між національними ставками та ставкою грошового ринку США, виявленої Дж. Франкелем, С. Шмуклером та Л. Сервером [3], так і порівнянь характеру поведінки ставок проценту в світлі еволюції міжнародного валютного устрою, здійсненого М. Обстфельдом та А. Тейлором [4]. Вони виявили суттєве зниження дисперсії процентних ставок у періоди з високою мобільністю капіталів (1870 – 1914 рр. та з 1985 донині), порівняно з періодами обмежень на рух капіталів.

Стосовно ж досліджень впливу глобалізації на монетарну політику, то в більшості з них окремо характер поведінки процентних ставок у світлі функціональної ефективності центральних банків не піднімається. Наприклад, німецький економіст Г. Вагнер відзначає загальне підвищення нейтральності монетарної політики та суттєве ускладнення її змісту внаслідок підвищення невизначеності щодо функціонування трансмісійного механізму [5]. У іншій праці згаданий Вагнер та В. Бергер вплив глобалізації фінансових ринків на монетарну політику розглядають стосовно того, як індукуються внутрішні процеси споживання

та інвестування волатильністю їх капіталізації, не зачіпаючи проблему процентних ставок [6]. Винятком в цьому випадку є праця японських економістів Х. Сасаки, С. Ямагучі та Т. Хісади, які виявили послаблення зв'язку між довго- та короткотерміновими процентними ставками, внаслідок підвищення впливу сальдо платіжного балансу на процес вирівнювання перших [7]. З їхнього дослідження випливає, що центральні банки опиняються перед дедалі більшою проблемою ефективного впливу на внутрішню економічну ситуацію, котра більшою мірою визначається довготерміновими ставками, що вирівнюються в розрізі країн.

Метою даного дослідження є емпіричний аналіз зв'язку між довго- та короткотерміновими процентними ставками за період 2000 – 2002 рр. з метою аналізу закономірностей впливу фінансової глобалізації на монетарну політику та з'ясування перспектив щодо її ефективності в світлі виявлених суперечливих тенденцій у сфері поведінки процентних ставок в останній час.

Важливість контролю за процентними ставками з боку центрального банку впливає з багатьох причин: по-перше, вони є інструментом, за допомогою якого забезпечується вплив на динаміку грошової маси та інфляції, незалежно від режиму таргетування; по-друге, вони визначають поведінку валютних курсів у короткотерміновій перспективі; по-третє, і інвестиції, і споживання, і, зрештою, попит на гроші так чи інакше знаходяться у функціональній залежності зі ставками процента, незважаючи на те, що розвиток фінансових інновацій суттєво її модифікує, загалом знижуючи її значимість порівняно з періодом, що передував утвердженню сек'юритизації як системоутворюючої ролі ринків капіталу. Водночас, в силу того, що на сучасному етапі розвитку центральних банків спостерігається подальший занепад інструментів прямого впливу, роль процентної ставки особливо підвищується. Однак органи грошової влади можуть ефективно впливати тільки на короткотермінові ставки, а вже через їхній зв'язок з довготерміновими впливати на ділову активність всередині країни.

Зауважимо, що на думку згаданих Х. Сасаки, С. Ямагучі та Т. Хісади глобалізація впливає на вирівнювання саме реальних довготермінових процентних ставок. Вони стверджують: "Аналізуючи динаміку реальних довготермінових ставок у сімох найбільших індустріальних країнах, можна побачити, що вони вирівнюються, починаючи з кінця 1980-х. Якщо цей феномен відображає вирівнювання дохідності активів у зв'язку з глобальною інтеграцією фінансових ринків, то ми не можемо відхилити його впливу на монетарну політику. Це тому, що монетарна політика впливає на реальну економічну активність через багато каналів, зокрема, через канал впливу центральних банків за допомогою короткотермінових процентних ставок на довготермінові. Якщо внутрішні довготермінові ставки конвергують відповідно до закордонних, то для монетарної політики стає дедалі важче визначати їхню динаміку, а відтак її вплив на внутрішню реальну економічну активність послаблюється" [7, 57 – 58]. Згідно з їхніми підрахунками, впродовж 1990-х рр. реальні довготермінові ставки дійсно потрапляють під вплив конвергенційної тенденції (табл. 1).

Як видно з даних табл. 1, відхилення покраїнних реальних довготермінових процентних ставок упродовж 1973 – 1979 рр. від середньої зарубіжної було значним, порівняно з наступними періодами. З одного боку, це свідчить про вищий ступінь

Таблиця 1

Відхилення реальних довготермінових ставок в окремій країні від середньої решти країн [7, 57]

	США	Японія	Німеччина	Велико- британія	Франція	Італія	Канада
1973 – 1979	2,04	4,52	3,04	4,80	1,33	3,63	1,66
1980 – 1989	1,14	1,65	1,52	1,76	1,42	1,75	1,53
1990 – 1999	1,00	1,03	0,97	0,84	0,85	2,11	0,99

орієнтації монетарної політики на забезпечення такої динаміки довготермінових ставок, яка би відповідала цілям внутрішньої економічної політики; з іншого, – про відсутність цільної інтеграції ринків. У наступні періоди коливання реальних довготермінових ставок зближується, що особливо характерно для 1990 – 1999 рр. Отже, фактор інтеграції ринків починає дійсно впливати на динаміку довготермінових ставок. Зокрема, це впливає з емпіричних досліджень згаданих авторів. На їхню думку, динаміку довготермінових ставок можна представити функцією від короткотермінових ставок, на які центральний банк має безпосередній вплив, та величини дефіциту/профіциту платіжного балансу, яка визначає ступінь ризику, котрий приймають інвестори в країні-експортері капіталу, та ступінь ризику в ній самій з огляду на поведінку інвесторів за кордоном (тобто, ризик, який індукується масштабами зовнішньої нерівноваги, є фактором утворення реальних довготермінових норм процента).

Так, за період 1973 – 1980 рр. (який згідно з даними економістів характеризується прискоренням інфляції) визначальний вплив на реальні довготермінові ставки мали саме внутрішні короткотермінові ставки процента. Зокрема, еластичність реакцій перших на зміни других становила 0,748, тоді як фактор платіжного балансу був повністю несуттєвим щодо впливу на величину ставок на ринках капіталу. За період 1981 – 1986 рр. (відповідно, зниження інфляції) впливовість ставок на грошовому ринку на довготермінові ставки суттєво послаблюється; еластичність реакцій між ними знижується до 0,415, а роль платіжного балансу при формуванні норм процента на ринках капіталу значно зростає. Для періоду 1987 – 1999 рр. (здійснення політики стабільності цін) коефіцієнт еластичності опускається до 0,340, а значення зовнішньої нерівноваги при визначенні динаміки довготермінових ставок ще більше зростає [7, 59 – 66].

Звідси випливає, що центральні банки дедалі менш спроможні в умовах відкритості та інтеграції ринків справляти вплив на реальну економічну активність за допомогою трансмісії своїх рішень щодо ставок грошового ринку на визначення довготермінових ставок, оскільки останні формуються під впливом глобальних факторів і засвідчують тенденцію до конвергенції.

З огляду на те, що альтернативні дослідження виявляють суттєвість внутрішньо-національних детермінант визначення процентних ставок, важливим є з'ясування характеру зв'язку та поведінки коротко- та довготермінових ставок у найбільш розвинутих країнах та у пізнішому періоді (табл. 2).

Таблиця 2

**Динаміка коротко- та довготермінових ставок
у розвинутих країнах, 2000 – 2002 рр. [8, 18 – 19]**

	Короткотермінові ставки			Довготермінові ставки		
	2000	2001	2002	2000	2001	2002
Канада	5,78	3,98	2,61	5,89	5,47	5,29
США	6,46	3,69	1,73	6,12	5,58	5,32
Австралія	6,18	4,90	4,75	6,26	5,64	5,83
Японія	0,25	0,12	0,06	1,74	1,32	1,26
Корея	7,1	5,3	4,8	8,5	6,7	6,5
Нова Зеландія	6,52	5,74	5,67	6,85	6,39	6,53
Данія	4,90	4,62	3,49	5,66	5,09	5,06
Ісландія	11,2	11,0	8,0	11,2	10,4	8,0
Норвегія	6,75	7,23	6,91	6,22	6,24	6,38
Швеція	3,95	4,00	4,07	5,37	5,11	5,30
Швейцарія	3,00	2,80	1,05	3,93	3,38	3,20
Велико-британія	6,11	4,97	3,99	5,31	4,94	4,91
Зона євро	4,39	4,26	3,32	5,44	5,03	4,92

По-перше, як видно з табл. 2, динаміка коротко- та довготермінових ставок у найбільш розвинутих країнах світу залишається гомогенною. У відповідь на глобальну рецесію та уповільнення економічного зростання у багатьох провідних країнах світу процентні ставки почали знижуватись. Разом з тим, таке зниження супроводжується триваючим послабленням інфляційного тиску, що можна інтерпретувати як зниження ролі інфляційних очікувань при встановленні ставок на ринках грошей та капіталів. З цього приводу зазначимо, що й уповільнення економічного зростання в світі, і триваюче зниження інфляції має глобальний характер, відповідно, акомодативна реакція процентних ставок є свідченням актуальності глобальних чинників впливу на ситуацію на фінансових ринках. Тобто, спільність проблем на мікрорівні для найбільш розвинутих країн віддзеркалюється у спільності тенденцій щодо динаміки процентних ставок.

По-друге, з точки зору ефективності монетарної політики та в світлі аналізу детермінант впливу на довготермінові ставки, здійсненого Х. Сасаки, С. Ямагучі та Т. Хісадою, важливим є збереження щільного та дуже статистично значимого зв'язку між ставками грошового ринку й ринку капіталів (рис. 1).

Як видно з рис. 1, для розвинутих країн, представлених у табл. 1, зберігається наступна закономірність: короткотермінові ставки з високим рівнем статистичної значимості справляють вплив на довготермінові. З одного боку, це суперечить висновкам згаданих японських економістів про тенденцію до послаблення зв'язку між ними, а з іншого, говорить про те, що, незважаючи на глобалізацію фінансових ринків, центральні банки функціонують у середовищі, де вплив на внутрішні економічні процеси продовжує зберігатись. Це впливає з виявленого жорсткого зв'язку між ставками ринку грошей, винятково на які можуть впливати органи грошової влади безпосередньо, та ставками ринку капіталів, з котрими тісно пов'язана економічна активність, перш за все, інвестиційні процеси, а відтак і рівноважні обсяги випуску й споживання.



Рис. 1. Зв'язок між коротко- та довготерміновими ставками в індустріально розвинутих країнах, 2000 – 2002 рр.

По-третє, якщо методологічні постулати Сасаки, Ямагучі та Хісади правильні (адже, з одного боку, як видно з даних табл. 1, довготермінові ставки дійсно вирівнюються в розрізі розвинутих країн, а з іншого, – статистична значимість їхньої моделі теж висока), то в світлі виявленого зв'язку між коротко- та довготерміновими ставками варто припустити, що перші в розрізі країн мають бути більш волатильними, тоді як другі – менш. На наш погляд, це має зумовлюватись тим, що ставки грошового ринку знаходяться під щільним контролем з боку центрального банку і пов'язані з його операційними ставками. Отже, реагуючи на шоки грошового ринку, центральний банк буде маніпулювати своїми ставками, а ставки самого ринку будуть і пристосовуватись до операційних процедур органів грошової влади, і коливатись відповідно до кон'юнктурних та структурних імпульсів. Що ж стосується довготермінових ставок, то ми припускаємо в світлі прийнятого постулату про їх вирівнювання, що вони підпадають під вплив глобальних факторів зниження розсіювання коливань вартості активів, оскільки ринки тяжіють до інтеграції.

Результати, представлені у табл. 3, повністю підтверджують наші припущення.

Таблиця 3

Дисперсія коротко- та довготермінових процентних ставок у розвинутих країнах, 2000 – 2002 рр.

	Дисперсія:		
	короткотермінових ставок	довготермінових ставок	спредів
2000	6,43	4,82	0,60
2001	6,19	4,13	0,67
2002	5,03	2,73	1,13

Як видно з даних табл. 3, дисперсія довготермінових ставок перевищує дисперсію короткотермінових, тобто перші є менш волатильними, ніж другі. Це, відповідно до наших припущень, означає, що ставки ринку капіталів дійсно знаходяться під вирівнюючим впливом з боку факторів глобальної інтеграції ринків, а ставки ринку грошей більшою мірою реагують на зміни у поточній монетарній

політиці. Те, що саме за рахунок політики центральних банків короткотермінові ставки є більш волатильними, обумовлюється наступним: ставки грошового ринку мають бути більш чутливими до переливу капіталів, отже, в умовах інтеграції ринків мають вирівнюватись, тоді як вирівнюються саме довготермінові ставки, а значить динаміка перших меншою мірою індукується екзогенними факторами. Звідси випливає, що ставки грошового ринку продовжують знаходитись під контролем центральних банків, а, з огляду на щільний зв'язок з довготерміновими ставками, це свідчить про збереження ефективності монетарної політики щодо впливу на внутрішні економічні процеси. Зауважимо, що в даному випадку під ефективністю розуміють спроможність контролювати інфляцію, а не здійснювати заходи зі стабілізації ВВП і зниження безробіття, оскільки вони в умовах глобалізації стають дедалі більше нейтральними через те, що природний рівень завантаження виробничих потужностей більшою мірою визначається глобальним попитом, тоді як інфляційні процеси зберігають обумовленість внутрішнім сукупним попитом, на який можна впливати через процентні ставки.

Разом з тим, дані табл. 3 демонструють існування тенденції до потенційного послаблення ефективності монетарної політики. Це випливає з того, що з кожним роком різниця в процентних ставках у розрізі країн знижується, про що свідчить відповідна динаміка показника дисперсії. Більше того, зниження середньоквадратичного відхилення довготермінових ставок суттєво випереджає динаміку аналогічного показника короткотермінових, тобто тенденція до вирівнювання перших є сильнішою, що можна ідентифікувати як тривання процесів інтеграції не тільки фінансових, а й товарних ринків. Зазначене підтверджує висловлений японськими економістами та іншими дослідниками песимізм з приводу спроможності центральних банків в умовах глобалізації впливати на внутрішню ситуацію, але не спростовує факту щільної залежності між ставками грошового ринку та ринку капіталів у розрізі країн.

Що стосується динаміки спредів, то їх волатильність зростає, відображаючи те, що, незважаючи на вирівнювання коливань процентних ставок у розрізі країн, зниження довготермінових ставок відбувається повільніше, ніж короткотермінових. Зазначена тенденція загалом відповідає теоретичним уявленням про природу функціонування фінансових ринків: значення чинника невизначеності (у першу чергу щодо інфляції) зростає когерентно з горизонтом прогнозування. Разом з тим, фінансова інтеграція мала би позначатись на симетричній динаміці ставок по інструментах з різною терміновістю з огляду на зростання можливостей перестраховування міжчасових ризиків.

Для визначення того, що більшою мірою впливає на величину спредів, внутрішні чи зовнішні чинники, було проведено аналіз зв'язку між їх середнім значенням у розрізі країн та середніми значеннями валових потоків приватного капіталу, зовнішньої торгівлі у ВВП, інфляції та безробіття (табл. 4).

Як видно з даних табл. 4, не існує переваг внутрішніх факторів над зовнішніми щодо визначення характеру їх впливу на величину спредів (окрім випадку величини зовнішньої торгівлі: за представлення залежності по типу лінійної ситуація відповідає загальній тенденції, тоді як параболічна залежність дає високий рівень статистичної

Таблиця 4

Зв'язок спредів між коротко- та довготерміновими процентними ставками у розвинутих країнах за 2000 – 2002 рр. з показниками відкритості економіки, інфляції та безробіття

Показники	Рівняння регресії	R ²	Характер зв'язку
Середні спреди та середні валові потоки приватного капіталу*	$Y = -0,0111x + 3,2206$	0,07	Обернений, відносно добре простежуваний
Середні спреди та середнє значення зовнішньої торгівлі у ВВП*	$Y = 0,002x^2 - 0,16x + 3,6725$	0,7	Параболічний, добре простежуваний
Середні спреди та середнє значення зовнішньої торгівлі у ВВП*	$Y = 0,0006x + 1,0366$	0,0004	Прямий, погано виражений
Середні спреди та середня інфляція	$Y = -0,0266x + 0,8879$	0,01	Обернений, погано простежуваний
Середні спреди та середнє безробіття	$Y = 0,0919x + 0,3938$	0,04	Прямий, добре простежуваний

*Примітка: без Ісландії та Норвегії, для яких спреди мали від'ємне значення.
Дані по показниках відкритості [9, 332 – 334]; дані по інфляції та безробіттю [10].

значимості апроксимації, що потребує додаткового спеціального аналізу, який виходить за рамки даної статті). Тобто, відкритість міжнародним грошовим потокам не знижує розрив між коротко- та довготерміновими ставками, що мало би відбуватися внаслідок фінансової диверсифікації, так само як інфляція у розрізі країн не визначає його величину, хоча, теоретично, це мало би відбуватись. Проте, звертає на себе увагу прямий зв'язок між безробіттям та величиною спредів, що відображає реальність впливу інфляційних очікувань на різницю між коротко- та довготерміновими ставками через те, що низька зайнятість асоціюється в економічних агентів з майбутніми потенційними дискреційними кроками у сфері стабілізації ВВП, провокуючими зростання цін (це є додатковим підтвердженням підвищення нейтральності монетарної політики в умовах глобалізації). Загалом, звідси випливає, що не існує яскраво виражених детермінантів визначення спредів, тому центральні банки залишаються в зоні спроможності впливати на внутрішні економічні процеси.

Отже, з проведеного аналізу теорій функціонування фінансових ринків в умовах глобалізації та їх емпіричної верифікації випливає суперечлива картина щодо впливу інтеграції світових ринків грошей і капіталів на поведінку процентних ставок, внаслідок чого висновки щодо ефективності монетарної політики залишаються неоднозначними. Зокрема, в процесі авторського емпіричного аналізу взаємозв'язків між коротко- та довготерміновими ставками за період 2000 – 2002 рр. у найбільш розвинутих країнах було також виявлено суперечливі тенденції. По-перше, за вказаний період такі ставки знаходились у щільному, статистично значимому зв'язку, що свідчить про збереження спроможності центральних банків впливати на внутрішньоекономічну ситуацію через вплив на ставки грошового ринку.

По-друге, вирівнювання довготермінових ставок суттєво випереджає вирівнювання короткотермінових, внаслідок чого формується тенденція до послаблення впливовості центрального банку на економічну ситуацію в умовах глобалізації. Це відбувається тому, що ставки ринку капіталу формуються під впливом глобальних чинників, а ставки грошового ринку – під впливом політики центрального банку. По-третє, спреди між такими ставками приблизно однаково детермінуються як факторами відкритості економіки (екзогенними), так і інфляційними очікуваннями (внутрішньокраїнними). Звідси випливає, що глобалізація вже суттєво впливає на послаблення впливовості центральних банків (за рахунок вирівнювання довготермінових ставок), але поки що фінансові ринки не є повністю інтегрованими, через що монетарна політика зберігає за собою статус засобу короткотермінової стабілізації.

Література

1. Barro R., Sala-i-Martin X. *World Real Interest Rates* // *NBER Macroeconomics Annual*. – 1990. – P. 15 – 74.
2. Pigott Ch., Christiansen H. *Monetary Policy When Inflation Is Low* // *OECD Economic Department Working Papers*. – 1998. – № 191. – P. 1 – 48.
3. Frankel J., Schmukler S., Serven L. *Global Transmission of Interest Rates: Monetary Independence and Currency Regime* // *Bank of Netherlands's Conference Papers*. – 2002. // www.dnb.nl.
4. Obstfeld M., Taylor A. *The Great Depression as a Watershed: International Capital Mobility in the Long Run* // *NBER Working Paper*. – 1997. – № 5960 // www.nber.org.
5. Wagner H. *Implications of Globalization for Monetary Policy* // *IMF Working Paper*. – 2001. – WP/01/184 // www.imf.org.
6. Wagner H., Berger W. *Financial Globalization and Monetary Policy* // *Bank of Netherlands's Conference Papers*. – 2002 // www.dnb.nl.
7. Sasaki H., Yamaguchi S., Hisada T. *The globalization of financial markets and monetary policy* // *International financial markets and the implications for monetary and financial stability*. *BIS Conference Papers*. – Basel: BIS, 2001. – P. 57 – 78.
8. *Short-, Long-Term Interest Rates* // *OECD Main Economic Indicators*. – 2003. – May. – P. 18 – 19.
9. *World Development Indicators*. – Wash. World Bank, 2003. – P. 332 – 334.
10. Ihrig J., Marquez J. *An Empirical analysis of Inflation in OECD Countries* // *FRS International Finance Discussion Papers*. – 2003. – № 765 // www.federalreserve.gov.

Редакція отримала матеріал 23 лютого 2004 р.