

УДК 338.23:336.74

СТАБИЛЬНОЕ ЕВРО И ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ ЦЕНТРАЛЬНЫХ БАНКОВ. ДЕНЕЖНЫЙ ФАКТОР

Д. Шонвиц

Деятельность центральных банков, направленная на поддержание стабильности Евро, предполагает соответствующее развитие потребительских цен при едином монетарном подходе и учете цены активов и обменных курсов. Для стран зоны Евро последние эмпирические исследования подтвердили, что среднесрочная и долгосрочная динамика монетарного роста и инфляция в высшей степени связаны.

Деятельность центральных банков сегодня требует комплексного подхода с целью выявления среднесрочных и долгосрочных рисков для ценовой стабильности и принятия в монетарной политике мер, направленных на предупреждение кризисов. Она также требует дополнительного экономического анализа для выявления краткосрочных рисков ценовой стабильности. Стратегия Европейского центрального банка включает в себя эти два аспекта, используя анализ экономической динамики и нарушений, а также анализ монетарных тенденций. Кроме того, деятельность центральных банков на современном этапе должна включать методы прогнозирования инфляции.

Однако, проведение монетарной политики не должно чересчур механически основываться на прогнозах, так как нельзя предугадать полностью какие действия должны приниматься в каждой отдельной ситуации в условиях быстро меняющейся экономики.

Ключевые слова: монетарная политика, цены активов, управление инфляцией, управление обменными курсами.

Поддержание ценовой стабильности Евро

Во время лекции, прочитанной в университете Кэмбриджа в ноябре 1992 года, Ганс Титмейер, бывший президент Deutsche Bundesbank, упомянул Николая Коперника, который в 1529 году писал: “Я заметил, что в странах, где в обращении хорошие деньги, искусство и бизнес процветают, богатство здесь везде, в то время как лень и безразличие наблюдаются в странах, где в обращении плохие деньги”.

Есть все основания полагать, что это утверждение, сделанное пятьсот лет назад, все еще верно и сегодня.

В литературе (Мотли, 2002; Родригес-Планзуэла, Камба-Мендес, Гарсиа, 2003) общепризнаны и эмпирически доказаны следующие позитивные результаты ценовой стабильности:

- ◆ улучшение прозрачности относительных цен и тем самым помощь рынку через ценовые функции – в особенности через информационную функцию – для направления ресурсов туда, где они могут быть использованы с наибольшей продуктивностью и эффективностью;
- ◆ снижение надбавки за инфляционный риск в процентных ставках, снижение неопределенности экономических перспектив и, тем самым, увеличение инвестиционных стимулов для компаний;

- ◆ уход от излишнего хеджирования, например, путем накопления реальных товаров ибо они лучше сохраняют свою стоимость в условиях инфляции, чем финансовые активы, а это является неэффективным инвестиционным решением и препятствует экономическому росту;
- ◆ поддержка оплаты наличными и приема наличных, увеличение выгод от владения наличными деньгами и срочными депозитами и, тем самым, избежание затрат при трансформировании наличных денег M_1 в денежные активы, например, со срочными депозитами и долговыми ценными бумагами.

Кроме того, очень важно обратить внимание на то, что ценовая стабильность является не только первостепенной экономической задачей, но также и социальной задачей в странах с развитой рыночной экономикой. Социально ориентированные рыночные экономики стараются установить социальный баланс и эффективную социальную защиту своих граждан. Страны Европейского Союза в общем относятся к такому типу экономических систем. Для достижения социальных задач эти общества полагаются не только на государственные механизмы социального обеспечения, но также и на предусмотрительность и самозащиту самих граждан.

Инфляционные процессы подвергают опасности вышеуказанные принципы социально сбалансированных экономик (Шонвиц, 2004):

- ◆ деньги для государственной социальной защиты или защиты из частного финансирования не берутся ниоткуда. Только эффективно организованные и работающие экономики могут гарантировать устойчивые механизмы социального обеспечения. Поэтому содействие экономической эффективности и экономическому росту через ценовую стабильность представляет общественную выгоду;

- ◆ из-за инфляционных процессов покупательная способность денег снижается и, как результат, опасности подвергается мотивация граждан к предусмотрительности. В долгосрочном плане даже умеренные темпы инфляции значительно уменьшают стоимость сбережений, например, сбережений на старость. Достаточно сказать, что за полвека существования немецкой марки эта общепризнанно “стабильная” валюта утратила две трети своей покупательной способности;

- ◆ инфляция прежде всего бьет по тем членам общества, которые в условиях социально ориентированной рыночной экономики нуждаются в государственной поддержке и в первую очередь это: люди, у которых есть только их сберегательный счет без высоких процентных ставок, т.е. не обеспечивающий компенсации инфляции; люди, у которых нет средств для инвестирования в реальные товары и которые не могут позволить себе нанять профессиональных советников. В этом контексте инфляционные процессы приводят к социальной несправедливости;

- ◆ инфляция приводит к социальному неравенству, так как отдельные группы общества, обладающие влиянием и властью на рынках, стараются удержать свою долю, требуя более высоких зарплат или цен в случае с инфляционными ожиданиями.

Принимая во внимание все экономические и социальные доводы, будет оправдано оценивать ценовую стабильность как первостепенную задачу – не только экономическую, но и социальную – для политиков и центральных банков. Эта задача тесно связана с другими задачами, такими как экономический рост и занятость. И это ни в коем случае не “техническая” задача.

Определение ценовой стабильности и проблема цены активов

Европейский центральный банк (ЕЦБ) должен проводить так называемую “единую” монетарную политику. Это значит, что достижение ценовой стабильности относится ко всей зоне Евро, которая состоит из государств-членов Европейского Союза, у которых валюта Евро, а не к отдельным его странам.

Поэтому Европейский центральный банк в своем определении ценовой стабильности использует Соизмеримый Индекс Потребительских Цен для зоны Евро и ставит перед собой цель – “поддерживать уровни инфляции ниже 2% в среднесрочном периоде”. Определение Европейского центрального банка имеет две составляющие: время и количество. Среднесрочный период означает не только временной горизонт, в течение которого ЕЦБ будет стараться установить ценовую стабильность, но также и то, что единые колебания цен не обязательно означают инфляцию, так как инфляция – это всегда длительный процесс. Этот временной горизонт нельзя определить с достаточной точностью, так как диапазон инфляции зависит от экономических условий, от нарушений, влияющих на ценовую стабильность, и возможных “вторичных” эффектов, следующих за первоначальным инфляционным импульсом. Очень часто среднесрочный период подразумевает два года. В контексте количественной составляющей Пауль де Грауве (2000) упомянул, что в 1950-х годах Милтон Фридмен сформулировал идею о том, что оптимальный уровень инфляции равняется нулю из-за увеличения общей полезности обладания деньгами через избежание снижения покупательной способности. С чисто теоретической точки зрения это верно. Но на практике монетарной политики – не только ЕЦБ – выработывая подходящее количественное определение, необходимо обязательно учитывать возможность дефляции, движения цен и проблемы измерения.

Поэтому “уровень инфляции до 2% ” означает, что “существует достаточный запас безопасности для предотвращения дефляции”. Этот запас безопасности особенно важен для стран с уровнями инфляции выше среднего по Еврозоне, например, для Германии в последние годы. Кроме того, ЕЦБ довольно реалистичен и готов прощать уровни инфляции “близкие к 2%”, потому что, как показывают эмпирические исследования, всегда возможны повышения цен, не связанные с инфляцией. Например, улучшения качества могут оправдывать повышения цен, изменения спроса и предложения на рынках приводят к колебаниям относительных цен, инфляционные различия внутри зоны Евро и ошибки в измерениях могут привести к увеличению Соизмеримого Индекса Потребительских Цен.

Что касается показателей деятельности, то Европейский центральный банк и другие центральные банки сосредотачиваются на потребительских ценах. Это значит, что цены активов, таких как дома или цены на финансовые активы, не являются целями превентивных операций монетарной политики. Вопрос о том, должны ли центральные банки объявить стабилизацию цен активов своей задачей, недавно активно обсуждался в контексте с так называемыми “ценовыми пузырями”, угрожающими финансовой стабильности (Мельцер, 2003). В любом случае, контроль над монетарной экспансией является важным элементом предотвращения появления активов, которые являются такими “мыльными пузырями”.

Безусловно, центральный банк должен учитывать влияние цен активов на спрос, предложение и другие цены, и поэтому анализировать их развитие и даже предсказывать изменения. Рыночные цены активов могут иметь последствия для потребительского спроса, инвестирования и кредитных условий. Например, когда цены на фондовом рынке повышаются, то инвесторы становятся богаче: “Богатство побуждает людей больше тратить, так как они чувствуют себя богаче” (Кальвери, 2003). Это подвергает опасности ценовую стабильность. Или: если пузырь лопнет, то это приведет к обесцениванию акционерного капитала и подорвет доверие заемщиков, а также может повлечь ужесточение кредитных условий. Это может также ухудшить эффективность монетарной политики и стабильность финансового рынка. Дополнительное преимущество в динамике цен активов для центральных банков заключается в том, что они являются источником информации относительно инфляционных ожиданий. Например, разница в доходах между обыкновенными облигациями и облигациями, привязанными к инфляции, является показателем инфляционных ожиданий для зоны Евро, так как эта разница предоставляет информацию об уровне ожидаемой инфляции, при которой “... инвестору будет безразлично, каким из двух видов облигаций владеть”.

Для центральных банков проблема в контексте стабилизации цен активов возникает из-за неопределенности в плане распознавания спекулятивных пузырей и оценивания стоимости

цен активов, а также из-за сомнений в том, что центральные банки могут использовать свои монетарные инструменты для эффективного избежания пузырей. По этой причине, по крайней мере, на сегодняшний день, "... центральные банки во всем мире соглашаются, что они не должны делать цены на активы своей целью". Однако цены активов и их влияние на финансовую стабильность будут оставаться приоритетом в исследовательской деятельности центральных банков.

Подход Европейского центрального банка в подобных исследованиях включает не только монетарный анализ, но также и экономический анализ с учетом динамики цен активов и их влияния на ценовую стабильность (Ремспергер, Домански, 2003). В данном контексте ЕЦБ выработал следующую политику при возникновении опасности пузыря: "Центральный банк будет принимать более жесткие меры, столкнувшись с инфляцией на рынке активов, нежели он предпринял бы их при схожей макроэкономической перспективе, но при нормальном состоянии рынка". Однако ЕЦБ предупреждает: "... наш подход можно назвать скорее диктованием условий, чем простой механической реакцией по отношению к динамике цен активов... Ответ на предполагаемое нарушение цен активов не будет простой реакцией".

Поэтому существует скептицизм относительно регулирования цен активов и вообще реальности его осуществления, что становится вопросом репутации центрального банка и доверия к нему.

Денежный фактор: некоторые новые эмпирические данные

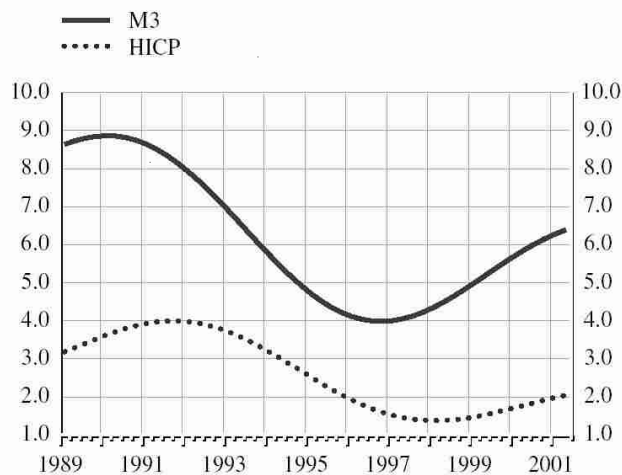
В своей концепции монетарной политики ЕЦБ использует такую величину монетарного роста, как M_3 . Широкое определение M_3 включает не только деньги в обращении, но также и депозиты, соглашения о повторной покупке, акции на рынке краткосрочных долговых ценных бумаг и долговые ценные бумаги в зоне Евро. Эта величина представляет собой покупательную способность небанковских учреждений.

В последние годы обсуждается связь между суммой денег в обращении и ценами. Последние эмпирические данные подтверждают, что эта связь в долгосрочном плане весьма значительна. Манвред Дж.М. Ньюменн и Клаус Грейбер (2004) сделали подобный анализ для зоны Евро, начиная с 80-х годов до 2004 года, а Вальтер Девальд (2003) провел исследование для 13 промышленно развитых стран с 1880 по 2001 г. Девальд делает вывод, что в среднем рост денежной массы "... тесно связан с ростом инфляции и валовым внутренним продуктом... Эти данные подтверждают утверждение Милтона Фридмена о том, что инфляция всегда и везде является монетарным феноменом". Ссылаясь на диаграмму, показывающую эти тенденции, он говорит: "Афоризм о том, что лучше один раз увидеть, чем сто раз услышать, как раз относится к этой таблице". То же самое касается результатов Ньюменна и Грейбера. Они утверждают, что деньги находятся в прочной связи с инфляцией и поэтому могут быть важным показателем для оценивания динамики цен в зоне Евро.

Аналогичное исследование ЕЦБ подчеркивает различие между краткосрочными и долгосрочными воздействиями и приходит к выводу, что "... краткосрочная и долгосрочная динамика роста и инфляции находятся в тесном соотношении" в зоне Евро (рис. 1). Но это же исследование показывает, что не существует тесной связи между монетарной динамикой и инфляцией на кратковременном этапе. Поэтому монетарный анализ в зоне Евро подходит для выявления среднесрочных и долгосрочных рисков ценовой стабильности. На рисунке 1 показано, что существует различие между самой высокой точкой в кривой M_3 и самой низкой точкой Соизмеримого Индекса Потребительских Цен. Из-за отставания во времени между динамикой денежной массы и динамикой цен увеличение в денежной массе сегодня является потенциалом для инфляции в среднесрочном будущем. Данное утверждение справедливо, если составные M_3 представляют покупательную способность небанковских учреждений и если нет изменений в портфеле активов с долгосрочных финансовых активов на денежные активы M_3 , например, по причине неопределенных ожиданий или очень низких процентных ставок.

Даже в глобальном масштабе, согласно еще одному исследованию ЕЦБ, "... с 1986 года существует положительная связь между глобальной инфляцией и глобальным монетарным ростом...". Эта связь с 1995 года стала менее выраженной. Необходимо учитывать, что неопределенности в мире, особенно после событий 11 сентября 2001 года, вызвали нарушения в ряде макроэкономических переменных.

Все эти исследования показывают, что теория Фридмена и его взгляд на инфляцию основанный на денежном факторе, оправданы в контексте выработки соответствующей стратегии монетарных целей и величин.



Долгосрочные составляющие инфляции и роста M_3 (выраженные как циклы продолжительностью около 8 лет) были получены как остаток разницы между рассматриваемым рядом и суммой циклических и краткосрочных составляющих.

Рис. 1. Динамика долгосрочных составляющих инфляции и денежной массы M_3 в зоне Евро (в процентах)

Монетарные величины – никаких противоречий с инфляционными задачами

Дискуссия относительно необходимости "сосредоточения на деньгах" либо "сосредоточения на инфляции" иногда представляется несколько преувеличенной, а оппоненты время от времени подчеркивают различия, которые не являются такими уж значимыми – особенно, если учитывать реальность принятия решений в монетарной политике. Если сосредоточение на инфляции означает поддержание инфляции на стабильном уровне в среднесрочном периоде, то фактическая инфляция должна изменяться в соответствии с уровнем заданных норм. В свое время даже Deutsche Bundesbank старался управлять инфляцией, используя "неизбежные нормы инфляции". Европейский центральный банк в своем определении ценовой стабильности тоже нацелен на управление инфляцией, которая должна быть "ниже 2%, а в среднесрочном периоде около 2%".

Отмар Иссинг, главный экономист Европейского центрального банка, очень четко высказался по данной проблеме: "У нас есть количественное определение для нашей основной цели ..., поэтому мы нацелены на регулирование инфляции. Если Вы считаете, что сосредоточение на инфляции означает стратегию, при которой Вы стремитесь понизить инфляцию, то это значит, что Вы являетесь регуляторами инфляции. Однако, в соответствии с разными значениями понятия "регулирование инфляции", решения относительно процентных ставок должны приниматься более или менее механически на основе прогнозов. Поэтому в этом смысле мы, безусловно, не являемся регуляторами инфляции". Учитывая комплексность

экономического развития и подверженность прогнозов ошибкам, требуется анализ, не основанный на каких-либо моделях. Этот анализ необходим, так как "... центральные банки нельзя просто заменить моделирующими компьютерными программами". Он выявляет значительные неопределенности связанные, с любыми прогнозами, и указывает на риски, связанные с решениями, основанными на прогнозах.

По утверждению Кеннета Н. Каттнера (2004), с точки зрения теории, на сегодня ни один центральный банк не является настоящим регулятором инфляции, если он не использует строгую механическую интерпретацию, включая инфляционные прогнозы. И наоборот, почти все центральные банки являются регуляторами инфляции, если поддерживается желаемая норма инфляции в цифровом измерении, и если они рассматривают стабильность цен как первоочередную задачу монетарной политики. Алан Гринспен приходит к аналогичному заключению. По его мнению, монетарная политика, проводимая центральными банками, регулирующими инфляцию, очень похожа на монетарную политику центральных банков, таких как ЕЦБ, которые еще на сегодня не приняли эту парадигму.

Даже касательно роли денежной массы существует сходство между центральными банками, открыто признающими себя регуляторами инфляции, и центральными банками, не затрагивающими эту проблему. Что касается процесса принятия решений, то было бы большой неожиданностью, если бы в каком-нибудь центральном банке, открыто исповедующем регулирование инфляции, таком как Банк Англии, рассуждения существенно отличались бы от рассуждений в управляющем совете Европейского центрального банка, и рост денежной массы не принимался бы во внимание инсайдерами как ключевая переменная.

На основе вышесказанного в исследовании 20 индустриальных экономик с умеренным уровнем инфляции, проведенном Международным Валютным Фондом, указывается, что в целом не наблюдается каких-то "заметных выгод" от монетарной политики банков, открыто исповедующих регулирование инфляции по сравнению с результатами других центральных банков. В соответствии с эмпирическими данными, с 1994 по 2002 г. для 7 банков, открыто исповедующих регулирование инфляции, и других 11 банков "... каких-либо различий в их инфляционной эффективности не наблюдается".

Поэтому уместно задать вопрос: каков оптимальный рецепт для общения центрального банка с общественностью с той целью, чтобы понизить инфляционные ожидания или поддерживать их на необходимом уровне? Ответ на этот вопрос может быть разным для разных центральных банков. Безусловно, деятельность центральных банков включает также и управление ожиданиями. Но Гринспен (2004) утверждает, что неясным остается вопрос "помогает ли простое заявление центрального банка о планируемом регулировании инфляции повысить доверие к намерению центрального банка поддерживать стабильность цен и помочь закрепить инфляционные ожидания". Последние эмпирические исследования свидетельствуют о том, что сосредоточение на норме инфляции играет роль в закреплении долгосрочных инфляционных ожиданий (Левин, Наталуччи, Пайгер, 2004).

Рейчел Ломакс (2005), заместитель управляющего Банка Англии, ответственная за монетарную политику, указывает на роль регулирования инфляции и прогнозов в монетарной политике: "Трудно сказать точно, насколько важны прогнозы в принятии политических решений, но существует достаточно примеров, когда прогнозы помогли избежать некоторых неприятных "сюрпризов". Как говорит Лоренцо Бини Смаги, член исполнительного комитета Европейского центрального банка, "прогнозы являются основой для дискуссии. Прогнозы важны, так как они сосредотачиваются на анализе".

Опора на прогнозы в работе центральных банков не противоречит монетарным целям. По мнению Фридмена, инфляция является монетарным феноменом, а принятие стабильности цен в качестве основной задачи предполагает, что центральные банки "... должны всегда подчеркивать роль денег. Необходимо указывать на важность денежного фактора. Что касается концепций и моделей, то их нельзя менять слишком быстро, так как это может подорвать доверие к политике банка".

Обменный курс Евро и интервенции

В соответствии со статьей 4 договора Европейского Союза. Европейский центральный банк обязан поддерживать внутреннюю стабильность цен и стабильность обменных курсов, особенно обменный курс американского доллара и Евро. ЕЦБ обладает инструментами для гибкого вмешательства, продавая или покупая иностранную валюту (точная настройка). Такие интервенции, направленные на поддержание стабильности, основаны на иностранных резервах ЕЦБ и могут осуществляться в валютах других стран – не членов ЕЭС – или в рамках существующего внутри Европейского Союза “Механизма обменных курсов и интервенций II (ERM II)”. В случае стран – новых членов Евросоюза, то для их присоединения к зоне Евро колебание обменного курса их национальных валют по отношению к Евро должно быть в пределах $\pm 15\%$. Европейский центральный банк может воздержаться от интервенций ERM II, если ценовая стабильность в зоне Евро находится под угрозой.

Естественно, Европейский центральный банк старается поддерживать динамику обменных курсов, благоприятных для ценовой стабильности в зоне Евро. На теоретическом уровне признано, что в долгосрочном плане реальные экономические условия и ожидания относительно будущей стабильности являются ключевыми для динамики обменных курсов. Также признано, что монетарная политика может оказывать существенное влияние на обменные курсы путем изменений в запасе отечественных и иностранных финансовых активов и тем самым вызывать изменения относительной стоимости валют (Фрачер, 2004). Однако, за последние двадцать лет условия на международных денежных рынках изменились коренным образом и изменения в запасе финансовых активов стали со временем менее значимыми из-за быстрого увеличения скорости и объемов операций на валютных рынках. Например, для Германии доля финансовых операций с другими странами увеличилась со 100% ВВП в 1990-1994 гг. до почти 500% в 2000-2003 гг. (Найт, 2005).

Это может быть причиной того, почему Европейский центральный банк действует очень осторожно и использовал интервенции по отношению к обменному курсу доллара и евро только два раза в конце 2000 г. Тогда была осуществлена согласованная интервенция Европейского центрального банка, Соединенных Штатов Америки, Японии, Великобритании и Канады в сентябре, а позднее в ноябре 2000 г. В середине девяностых Bundesbank перестал осуществлять интервенции в обменном курсе доллара/марки.

В это же время с большой частотой проходили устные выступления ключевых лиц центральных банков, ответственных за монетарную политику по вопросам обменных курсов. Это явление получило название устной интервенции. Марсел Фрачер (2004) отслеживал такие устные интервенции представителей Бундесбанка и Европейского центрального банка. Он обнаружил, что из 97 устных интервенций связанных с обменными курсами доллар/марка-евро за период 1995-2003 гг. 79 (около 80%) из них имели место в период 1999-2003 гг. Это могло быть связано с введением Евро и неуверенностью относительно его цены. Имея похожие результаты для Соединенных Штатов Америки, Фрачер говорит о сдвиге в сторону использования устных интервенций и заключает: “... устные интервенции могут в значительной степени представлять автономный политический инструмент”. Однако такое поведение можно трактовать как своего рода капитуляцию в мире глобализированных валютных операций, учитывая что “интервенции в области обменных курсов являются преимущественно неэффективными, особенно, если они принимаются в одностороннем порядке” (Посен, 2004).

Исходя из этого, можно сделать вывод о том, что нельзя исключить использование действительных интервенций в будущем, возможно осуществляемых из-за изменений в монетарной политике, например, дополнительное уменьшение процентных ставок, вызванное нежелательным повышением обменного курса национальной валюты. По утверждению Марка П. Тейлора (2004), который довольно оптимистически рассматривает эффективность совместных интервенций, в значительной степени успех зависит от того, будут ли инвесторы следовать сигналам, подаваемым центральными банками, и тем самым способствовать измене-

нию тенденции. В любом случае подлинные интервенции и изменения в политике должны поддерживать устные интервенции.

Сдвиг в сторону устных интервенций еще раз доказывает важность информационной политики центральных банков и их связей с общественностью. Поэтому ответственные контакты с общественностью со стороны руководящих денежно-кредитных учреждений могут улучшить перспективы монетарной политики в глобализованном мире.

Заключение: укрепляющая роль монетарного анализа

Деятельность центральных банков сегодня требует комплексного подхода с первостепенной ролью денежного фактора в выявлении среднесрочных и долгосрочных рисков для ценовой стабильности и для осуществления мероприятий монетарной политики. Также требуется дополнительный экономический анализ для выявления краткосрочных рисков ценовой стабильности. Стратегия Европейского центрального банка использует анализ экономической динамики и нарушений, а также анализ монетарных тенденций. Наконец, деятельность центральных банков на современном этапе должна включать методы прогнозирования инфляции.

Однако, проведение монетарной политики не должно основываться чересчур механически на прогнозах, так как нельзя предугадать полностью, какие действия должны приниматься в каждой отдельной ситуации в условиях быстро меняющейся комплексной экономики. В мае 2004 года Европейский центральный банк сделал еще один шаг для повышения роли прогнозов, приняв решение публиковать прогнозы своих экспертов об инфляции не раз в полгода, а раз в три месяца. Это решение было оценено как заслуживающее похвалы и способствующее улучшению прозрачности. Этот шаг совсем не обязательно приведет к тому, что участники рынка обленятся из-за слишком обильной информации и что – как заявляют критики – монетарная политика ЕЦБ станет слишком близорукой фокусируясь, главным образом, на краткосрочном движении цен (Лешке, Поллейт, 2004). Это может произойти, только если будет игнорироваться укрепляющаяся роль монетарного анализа и его информации о среднесрочных рисках для ценовой стабильности.

Список использованных источников

1. Bean C.R. Asset prices, financial instability and monetary policy // Papers and Proceedings of the Annual Meeting of the American Economic Association, 2004. – Vol. 94. – pp. 14-18.
2. Calvery J. The power of asset prices // The International Economy, 2002. – Vol. 16 – pp. 56-62.
3. De Grauwe P. Economics of Monetary Union. – Oxford: University Press, 2000. – 188 pp.
4. Dewald W.G. Bond market inflation expectations and longer-term trends in broad monetary growth and inflation in industrial countries // ECB-Working Paper, 2003. – № 253.
5. ECB. The outcome of the ECB's evaluation of its monetary policy strategy // Monthly Bulletin, 2003. – № 6. – pp. 79-92.
6. ECB. Extracting information from financial asset prices // Monthly Bulletin, 2004a. – № 11. – pp. 65-79.
7. ECB. Monetary analysis in real time // Monthly Bulletin, 2004b. – № 10. – pp. 43-63.
8. ECB. The monetary policy of the ECB. – Frankfurt am Main: ECB, 2004 c.
9. ECB. Worldwide trends in monetary aggregates over recent years // Monthly Bulletin, 2004d. – № 1. – pp. 10-12.
10. ECB. Asset price bubbles and monetary policy // Monthly Bulletin, 2005. – № 4. – pp. 47-60.
11. Ehrmann M., M. Fratzscher. Exchange rates and fundamentals // ECB – Working Paper, 2004. – № 365.

12. Fratzscher M. Communication and exchange rate policy // ECB – Working Paper, 2004. – № 363.
13. Goodhart C. Dear Jean Claude ... // Central Banking, 2005. – Vol. 16. – pp. 32-36.
14. Gramlich E.M. Maintaining price stability // Economic and Financial Review, 2004. – № 1. – pp. 13-26.
15. Greenspan A. Risk and uncertainty in monetary policy // Papers and Proceedings of the Annual Meeting of the American Economic Association, 2004. – № 2. – pp. 33-40.
16. Issing O. Einführung in die Geldtheorie. – München: Vahlen, 2003. – 213 pp.
17. Issing O. Interview for Central Banking // Deutsche Bundesbank – Auszüge aus Presseartikeln, 2004a. – № 8. – pp. 10-14.
18. Issing O. Should central banks burst bubbles? // Deutsche Bundesbank – Auszüge aus Presseartikeln, 2004b. – № 7. – pp. 5-6.
19. Issing O. The role of macroeconomic projections within the monetary policy strategy of the ECB // Economic Modelling, 2004c. – Vol. 21. – pp. 723-734.
20. Knight M. The international integration of financial systems // Financial stability and globalisation, Frankfurt: Stiftung Geld und Währung, 2004. – pp. 13-22.
21. Kuttner K.N. The role of policy rules in inflation targeting // Review – Federal Reserve Bank of St. Louis, 2004. – № 4. – pp. 89-111.
22. Leschke M., T. Polleit. A critical look at the role of Eurosystem staff inflation projections // Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 2004. – Vol. 57. – pp. 1202-1205.
23. Levin A.T., F.M. Natalucci, J.M. Piger. Explicit inflation objectives and macroeconomic outcomes // ECB – Working Paper, 2004. – № 383.
24. Lomax R. Inflation targeting in practice: models, forecasts and hunches // Quarterly Bulletin / Bank of England, 2005. – № 5. – pp. 237-246.
25. Meltzer A. Rational and irrational bubbles // Central Banking, 2003. – Vol. 13. – pp. 36-45.
26. Motley B. Growth and inflation – a cross-country study // Economic Review, 2002. – № 1. – pp. 143-158.
27. Neumann M.J.M. Interview // Central Banking, 2003. – Vol. 13. – pp. 15-24.
28. Neumann M.J.M., C. Greiber. Inflation and core money growth in the Euro Area // Deutsche Bundesbank – Discussion Paper Series, 2004. – № 36.
29. Posen A. The forth generation of central banking // Euromoney, 2004. – Vol. 35. – pp. 266-269.
30. Remsperger H., D. Domanski. Vermögenspreise und Geldpolitik // Geldpolitik ohne Grenzen, Berlin: Duncker-Humboldt, 2003. – pp. 83-104.
31. Rodriguez-Palanzuela D., G. Camba-Mendez, J.R. Garcia. Relevant economic issues concerning the optimal rate of inflation // ECB-Working Paper, 2003. – № 278.
32. Schönwitz D. Theory and practice of monetary policy. Based on the clarified and confirmed concept of the ECB. – Frankfurt am Main: Bankakademie, 2004. – 18 pp.
33. Taylor M.P. Is official exchange rate intervention effective? // *Economica*, 2004. – № 2. – pp. 1-11.
34. Tietmeyer H. The value of monetary stability in the world today // Währungsstabilität für Europa, Baden-Baden: Nomos, 1996. – pp. 29-43.

Отримано 13.10.2005