

В.В.Козюк, *д-р екон. наук*

Тернопільський державний технічний університет імені Івана Пулюя

ПОЛІТИКА ФЕДЕРАЛЬНОЇ РЕЗЕРВНОЇ СИСТЕМИ ТА ЄВРОПЕЙСЬКОГО ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКУ: ПОРІВНЯННЯ З ПОЗИЦІЇ СУЧАСНОЇ МОНЕТАРНОЇ ТЕОРІЇ ТА ПРОБЛЕМ ГЛОБАЛІЗАЦІЇ

На основі аналізу показників середніх та дисперсійних значень інфляції, безробіття та зростання ВВП за 1971–2006 роки виявляються системні риси монетарної політики ФРС та ЄЦБ, які порівнюються у світлі сучасної монетарної теорії та проблем глобалізації. Стверджується, що обидва центробанки реалізують політику цінової стабільності, однак ЄЦБ є більш консервативним. Існує генетичний зв'язок між політикою Бундесбанку та політикою ЄЦБ у порівнянні з ФРС.

Заснування Європейського центрального банку та делегування йому завдання реалізації монетарної політики у Європейському валютному союзі якісно змінило уявлення про структурну взаємозалежність поведінки органів грошової влади в системі глобальних фінансових та макроекономічних проблем. Тенденція до посилення ролі Бундесбанку ФРН практично впродовж усього повоєнного періоду в глобальних макропроцесах була обумовлена як зростаючою роллю німецької економіки у світовій й німецької марки на міжнародних ринках, так і тим, що розвиток Європейського валютного союзу (і в межах функціонування режиму ERM I, і ERM II) продемонстрував яскраво виражену домінуючу роль Федерального банку Німеччини. Успіхи повоєнної Німеччини поставили Бундесбанк в один ряд з провідними центральними банками світу. Створення ж Європейської системи центральних банків та реалізація союзної монетарної політики ЄЦБ не просто підвищила роль останнього в глобальних умовах, а кристалізувала тріадний валютний поділ світу та формування біполярного поділу світу за валютним принципом (долар США, євро). Як наслідок, постало принаймні три магістральних напрями запитань.

По-перше, якою буде політика ЄЦБ у порівнянні з Бундесбанком? Як відомо, мета-принципи політики цінової стабільності, побудова інституційного каркасу та методологія монетарних інструментів першого коріняться у практиці останнього і розроблялись Європейським монетарним інститутом (який, як і сам центробанк ФРН, знаходиться у Франкфурті-на-Майні). Чи будуть додержуватися основні риси німецької моделі монетарної політики, і чи буде вона екстрапольована на ЄВС в цілому, з огляду на те, що: ЄВС не є простою сумою економік країн-учасниць, що, наприклад, у монетарному контексті, дозволяє проводити більш гнучку курсову політику; існують відмінні монетарні традиції провідних країн ЄС (ідеологія Бундесбанку найбільшою мірою поділяла-

ся Банком Нідерландів, тоді як функціонування Банку Франції та Банку Італії суттєво відрізнялось від німецької моделі методологічно та практично (відмінний рівень незалежності, більш м'яка інтерпретація грошової/цінової стабільності, вищий ступінь адміністративного втручання у монетарні процеси); ймовірність асиметричних шоків не дозволяє говорити про те, що вони повністю будуть абсорбовані в рамках однотипної монетарної реакції тощо. Тобто інтерес викликає питання генетичного зв'язку між політикою ЄЦБ та Бундесбанку.

По-друге, якою буде політика єдиного центробанку ЄС у порівнянні з Федеральною резервною системою, оскільки приблизно домірні масштаби американської та європейської економіки є підставою для очікування посилення спільностей у реалізації монетарної політики, ніж відмінностей? Так само, порівнянність стала важливим елементом прогнозування тенденцій щодо: курсу долар/євро; розвитку американської та європейської економіки загалом; структурної динаміки глобальної взаємозалежності; характеру реакцій на грошові, реальні й екзогенні шоки тощо. Важливість даного прогностичного спектра випливає з того, що практично утворюється біполярна валютна модель світу, і від курсового співвідношення між даними двома валютами, глобального попиту на них, глибини ринків, що ними обслуговується, залежатиме ефективність глобальних диверсифікаційних стратегій і у сфері глобального бізнесу, і у сфері функціонування органів грошової влади.

По-третє, як розвиток монетарної теорії та еволюція поглядів на сучасний центральний банк буде втілена у функціонуванні ЄЦБ та якою мірою ФРС інтегрує у своїй політиці нове бачення ефективної монетарної політики?

Усі три вищезазначених проблемних сфери взаємопов'язані між собою. Це особливо підкреслює процес глобалізації, коли чіткі межі між внутрішніми та міжнародними ринками стираються. Також це стосується посилення взаємозалежності, що є дедалі більш відчутною при розробці макростратегії монетарної політики по обидва боки Атлантики, а поширення стереотипів здорової ефективної політики, породження яких детермінується розвитком популяризованих теорій, стає дуже швидким і, що найголовніше, реально значимим в світлі так званої гри "центральний банк – учасники ринку". Звідси випливає, що дослідження результатів політики ФРС та ЄЦБ у світлі сучасної монетарної теорії та проблем глобалізації є актуальним.

Існуючі дослідження, що за змістом перетинаються із даною статтею, можна згрупувати так. *Перше* – це праці, де досліджується порівняння загальних принципів організації ФРС та ЄЦБ та основних рис їх монетарних політик. Так, ряд досліджень здійснюються саме у такому ракурсі аналізу¹. У контексті ролі інституційного дизайну монетарної політики практику функціону-

¹ Див. напр.: *Cecchetti S.* The European Central Bank: A View from Across the Ocean // Conference Paper of Brandeis University. – 2001. – P. 1–15; *The Fed and the ECB: Similarities and Differences* // www.unc.edu; *Pollard P.* A Look Inside Two Central Banks: The European Central Bank and the Federal Reserve // *The Federal Reserve Bank of St.Louis Review*. – 2003. – Jan/Feb. – P. 11–30.

вання ФРС та ЄЦБ здійснює Л.Мейєр². Друге – доробки, де аналізується еволюція функцій реакцій центробанків та їх порівняння. До таких праць можна віднести дослідження параметра реакції на варіацію інфляції сучасних монетарних органів, зокрема згаданих³. Р. Гордон, аналізуючи зміни у монетарній політиці ФРС за повоєнний період, стверджує, що функція реакцій Системи є набагато ближчою до часів головування А. Бьорна (тобто до призначення у 1979 році П.Волкера, відомого жорсткою орієнтацією на боротьбу з інфляцією і прихильного до практичного монетаризму)⁴, що означає підвищення гнучкості в маніпулюванні процентними ставками та значення реакцій на коливання ВВП. При цьому Б.Фрідмен, розглядаючи інновації у монетарній політиці як такі, що стосуються змін у завданнях, інструментах та параметрах, які використовуються в системі таргетування, відзначає, що сучасна політика центробанку США набагато більшою мірою акцентується на забезпеченні цінової стабільності та мінімізації коливань ВВП, порівняно з часами боротьби з інфляцією, у які відзначився П.Волкер⁵. Стосовно єдиного європейського центробанку, то, у свою чергу, Дж.Фауст, Дж.Роджерс та Дж.Вайт констатують, що функція реакцій ЄЦБ суттєво відрізняється від аналогічної Бундесбанку. В рамках стратегії реалізації політики цінової стабільності параметр реакції на варіацію ВВП є суттєво вищим у першого, порівняно з другим⁶, внаслідок чого можна зробити висновок, що сучасні політики обох провідних центробанків світу скоріше наближаються до подібності з точки зору макроекономіки. Третє – аналіз ролі даних інституцій у глобальних фінансових процесах: виявлення відмінного впливу політики ФРС та ЄЦБ на поведінку процентних ставок у світі⁷; з'ясування причинно-наслідкового зв'язку між тенденцією до підвищення транспарентності та зниженням волатильності валютних курсів⁸; відображення траєкторії валютного курсу у кількісних параметрах функції реакцій у контексті її відповідності правилу Тейлора⁹ тощо. Четверте – розвідки, у яких,

² Meyer L. Comparative central banking and politics of monetary policy // BIS Review. – 2001. – № 43. – www.bis.org.

³ Cecchetti S., Ehrman M. Does Inflation Targeting Increase Output Volatility? An International Comparison of Policymakers' Preferences and Outcomes // NBER Working Paper. – 2000. – № 7426. – P. 1–35.

⁴ Gordon R. What Caused the Decline in US Business Cycle Volatility? // NBER Working Papers. – 2005. – № 11777. – www.nber.org.

⁵ Friedman B. What Remains from the Volcker Experiment? // NBER Working Papers. – 2005. – № 11346. – www.nber.org.

⁶ Faust J., Rogers J., Wright J. An Empirical Comparison of Bundesbank and ECB Monetary Policy Rules // Federal Reserve Board International Finance Discussion Papers. – 2001. – № 705. – www.federalreserve.gov.

⁷ Ehrman M., Fratzscher M. Global Financial Transmissions of Monetary Policy Shocks // ECB Working Papers. – 2006. – № 616. – P. 5–53; Ehrman M., Fratzscher M. Equal Size, Equal Role? Interest Rate Interdependence Between the Euro Area and the United States // The Federal Reserve Board International Finance Discussion Papers. – 2004. – № 800. – www.federalreserve.gov.

⁸ Kuttner K., Posen A. Inflation, Transparency, and G3 Exchange Rate Volatility // Institute for International Working Papers. – 2004. – № 6. – P. 1–28.

⁹ Engel Ch., West K. Taylor Rules and the Deutschmark-Dollar Real Exchange Rate // NBER Working Paper. – 2004. – № 10995. – www.nber.org.

спираючись на досягнення сучасної монетарної теорії¹⁰, стверджується, що ознаками ефективною монетарної політики є мінімізація інфляції та ВВП-розриву/безробіття (або варіації даних показників). У них доводиться суттєве підвищення такої ефективності саме починаючи з середини 1990-х років, коли варіація і інфляції, і ВВП (альтернативність між якими описує так звана крива Тейлора) демонструють тенденцію до мінімізації¹¹. Так само, дослідження монетарної політики у неокейнсіанському розумінні продовжує спиратись на широкий набір інтерпретацій оберненого зв'язку між інфляцією і ВВП/безробіттям, демонструючи, що фундаментальні складові оптимальної політики центробанку є актуальними впродовж довгострокового періоду трансформаційних процесів у монетарній сфері¹².

Водночас, у згаданих працях не досліджуються актуальні питання порівняння результатів монетарної політики ФРС та ЄЦБ в контексті того, якою мірою вони відображають слідування сучасним теоретичним інтерпретаціям оптимального центрального банку. Натомість важливість такого дослідження обумовлена тим, що реакції провідних центробанків на різного роду шоки є фактором алокаційних процесів у системі глобальних фінансів (потоки капіталу, деномінація активів та пасивів, диверсифікаційні стратегії тощо). Відповідно у статті порівнюються характерні ознаки поведінки ФРС та ЄЦБ щодо інфляції та коливань ВВП/безробіття в контексті розвитку сучасної монетарної теорії та проблем глобалізації.

Розвиток монетарної теорії, починаючи з появи концепції динамічної непослідовності та інфляційного зміщення (*dynamic inconsistency and inflation bias*), відображає посилення дискусій стосовно ефективності стабілізаційної політики центрального банку. Якщо виявити обернений зв'язок між інфляцією і ВВП/безробіттям на пряму ставало дедалі важче, то звернення до аналізу варіації даних макропараметрів демонструє неоднозначні результати. З позиції нової макроекономіки монетарна політика, яка користується довірою, забезпечує тотожність між очікуваною та фактичною інфляцією, внаслідок чого ВВП та безробіття завжди залишатимуться на своєму природному рівні; створення

¹⁰ Ідейна палітра сучасної монетарної теорії досить повно розглянута у працях Ст.Фішера та Ч.Беддіса (див.: *Fischer St. Modern Approaches to Central Banking // NBER Working Paper. – 1995. – № 5064. – P. 1–55; Beddies Ch. Selected Issues Concerning Monetary Policy and Institutional Design for Central Banks: A Review of Theories // IMF Working Paper. – 2000. – WP/00/140. – P. 1–48*). Більш детальний аналіз методологічного підґрунтя сучасних теоретичних досліджень монетарної політики, зокрема теорії монетарної політики школи нової макроекономіки, та їх практичної реалізації даний в авторських працях: *Козюк В. Незалежність центральних банків. – Тернопіль, 2004. – С. 65–121, 139–187; Козюк В. Трансформація центральних банків в умовах глобалізації: макроекономічні та інституціональні проблеми. – Тернопіль, 2005. – С. 46–72, 91–110.*

¹¹ *Backstrom U. Perspective on the inflation target // BIS Review. – 2002. – № 22. – www.bis.org; Lima P. de, Serres A. de, Kennedy M. Macroeconomic Policy and Economic Performance // OECD Economic Department Working Papers. – 2003. – № 353. – P. 1–65; Cecchetti S., Ehrman M. Does Inflation Targeting Increase Output Volatility? An International Comparison of Policymakers' Preferences and Outcomes // NBER Working Paper. – 2000. – № 7426. – P. 1–35.*

¹² *Ihrig J., Marquez J. An Empirical analysis of Inflation in OECD Countries // FRS International Finance Discussion Papers. – 2003. – № 765. – P. 1–60.*

несподіваної інфляції може призводити до короткострокового зростання ВВП та зайнятості, але внаслідок цього втрачається довіра до монетарної політики і підвищується рівень інфляції на більш тривалих часових горизонтах¹³.

Неокейнсіанська традиція, яка виходить з постулату негнучкості цін та зарплат, постулює, що орієнтація центробанків на жорстке забезпечення сталої інфляції хоч і призводить до підвищення довіри до монетарних органів, але це не справляє позитивного впливу на ВВП/зайнятість, оскільки останні можуть бути нижчі за свій природний рівень. Більше того, забезпечення стало-го рівня інфляції призводить до підвищення варіативності ВВП/безробіття, оскільки макроекономічні шоки не компенсуються гнучкою монетарною реакцією, а ціни та зарплати не є гнучкими. Отже пристосування до нових рівноважних умов при підтриманні сталого показника інфляції в умовах негнучкості цін та зарплат призводить до коливань реальних макрозмінних.

На відміну від згаданих досліджень Р.Барро, які підтверджують неокласичну позицію, Ст.Фішер, вступаючи в дискусію про вплив незалежності центральних банків на інфляцію та ВВП, стверджує, що попри обернений зв'язок між рівнем автономії монетарних органів (береться до уваги так званий GMT-індекс), спостерігається і прямиий зв'язок між таким рівнем та варіацією безробіття, що, скоріше, підтверджує неокейнсіанську тезу про негнучкість ринків праці. Спроба перевірити дану теорію на прикладі конкретних центральних банків спонукала Фішера до порівняння результатів політики ФРС та Бундесбанку ФРН. Вибір був не випадковий, а обумовлювався тим, що: це були самі провідні центральні банки; вони мають відмінні мандати та рівні незалежності (Бундесбанк на той час вважався найбільш незалежним центробанком у світі); у них відрізняються макроекономічні пріоритети – більш жорстка антиінфляційна політика центробанку Німеччини та більш гнучка – США, що, зокрема, впливає з їх мандатів тощо. Результати дослідження Фішера див. у табл. 1.

Таблиця 1

Середні та варіативні показники інфляції та зростання ВВП для Німеччини та США за 1960–1992/3 роки

	Середні		Варіація	
	Інфляція	Зростання ВВП	Інфляція	Зростання ВВП
США	1,19	0,73	0,69	0,88
Німеччина	0,83	0,73	0,43	1,42

Джерело: Fischer St. Modern Approaches to Central Banking // NBER Working Paper. – 1995. – № 5064. – Р. 45.

З даних табл. 1. видно, що однакове середнє зростання ВВП в обох країнах супроводжується нижчою середньою інфляцією у Німеччині, але при цьому нижча варіація цінової динаміки в останній, порівняно з США, супроводжується і більш високою варіацією ВВП. Звідси впливає, що жорстка моне-

¹³ Дослідження Р.Барро щодо ролі неочікуваних монетарних стимулів доводять цю тезу на емпіричному підґрунті США: Barro R. Unanticipated Money Growth and Economic Activity in the United States / Money Expectations and Business Cycles in Macroeconomics. – New York, 1981. – Р. 137–169.

тарна політика не може оцінюватись з позиції втрат ВВП, а лише – з позиції підвищення його варіативності. Саме з цього бере відлік більш сучасна інтерпретація успішності центральних банків: зменшення варіації інфляції та ВВП в рамках забезпечення цінової стабільності¹⁴.

Запровадження євро, трансформація монетарної політики у Європі, подальша еволюція центральних банків та зміни у монетарній політиці (забезпечення цінової стабільності та ризик дефляції, посилення значення макрофінансової стабільності в системі монетарних рішень) у контексті глобалізації вимагають порівняння макрорезультатів політики ЄЦБ та ФРС у світлі питань, про які йшлося на початку статті. З цією метою були обраховані середні показники інфляції, безробіття та ВВП США та Німеччини/євросони (ЄВС) за 1971–2006 та за 1995–2006 роки. Останній підперіод виокремлюється з таких міркувань: на цей час припадає подальший розвиток фінансової глобалізації та посилення глобальної взаємозалежності; починаючи з середини 1990-х років спостерігається практично повне абсорбування шоку, пов'язаного з кризою Європейської валютної системи у 1992–1993 роки (так звана криза (ERM I)). Табл. 2. демонструє результати обрахунків.

Таблиця 2

**Інфляція, безробіття та зростання ВВП для ЄВС та США
за 1971–2006 та 1995–2006 роки**

	Середні інфляція, безробіття та зростання ВВП			
	1971–2006		1995–2006	
	США	ЄВС	США	ЄВС
Безробіття	6,17	6,67	4,92	9,33
Інфляція	4,50	3,28	2,14	1,95
Зростання ВВП	3,10	2,36	3,25	1,93
Дисперсія інфляції, безробіття та зростання ВВП				
Безробіття	1,93	7,99	0,39	1,06
Інфляція	10,16	4,30	1,01	0,25
Зростання ВВП	4,03	1,81	1,29	0,76

Джерело: Ihrig J., Marquez J. An Empirical analysis of Inflation in OECD Countries // FRS International Finance Discussion Papers. – 2003. – № 765. – Figure 1; World Economic Outlook. – Wash. (D.C.): IMF, 2004; World Economic Outlook. – Wash. (D.C.): IMF, 2006.

Спираючись на дані табл. 2, можна виявити такі закономірності. *Перше*, дані макропоказники суттєво відрізняються в розрізі періодів. Очевидним є те, що за більш тривалий відтинок часу (1971–2006 роки) простежуються суттєві відмінності між даними по коливаннях безробіття, інфляції та ВВП для обох економік, тоді як їх середні значення є більш рівномірними і не мо-

¹⁴ Див., напр. : *Backstrom U. Perspective on the inflation target // BIS Review. – 2002. – № 22. – www.bis.org; Lima P. de, Serres A. de, Kennedy M. Macroeconomic Policy and Economic Performance // OECD Economic Department Working Papers. – 2003. – № 353. – P. 1–65; Cecchetti S., Ehrman M. Does Inflation Targeting Increase Output Volatility? An International Comparison of Policymakers' Preferences and Outcomes // NBER Working Paper. – 2000. – № 7426. – P. 1–35; Clifton E., Leon H., Wong Ch-H. Inflation Targeting and the Unemployment-Inflation Trade-off // IMF Working Paper. – 2001. – WP/01/166 – P. 1–42; Cecchetti S., Krause S. Financial Structure, Macroeconomic Stability and Monetary Policy // NBER Working Paper. – 2001. – № 8354. – www.nber.org.*

жуть бути свідченнями на користь тієї чи іншої економіки в чистому вигляді. Проте найбільш суттєвим є те, що варіативні значення даних показників за 1995–2006 роки є набагато більш подібними, ніж середні за аналогічний період. З цього можна зробити висновок про те, що: у довгостроковому періоді фундаментальні макроекономічні фактори є приблизно рівносильними для обох економік, але відмінними є їх структури та базові принципи макроекономічної політики, внаслідок чого за 1971–2006 роки середні є більш подібними між собою, ніж дисперсії; у періоді, на який припав розвиток глобалізації (1995–2006 роки) і який є більш короткий, актуалізується інша конфігурація взаємодії фундаментальних та циклічних факторів. Стосовно останнього, то можна зауважити, що за даний період американська економіка по середніх показниках виглядає більш ефективною, що відображає її більш високу структурну гнучкість, нижчий податковий тиск та споживання у публічному секторі (що стає дедалі значимим фактором в умовах глобалізації¹⁵) та інноваційність (розвиток нової економіки). Але при цьому спостерігається значно подібніша варіативність усіх трьох показників у коротший період, порівняно з довшим. Дане явище слід аргументувати з позиції розвитку глобалізації, коли дедалі більш значимими стають спільні фактори розвитку ділового циклу різних країн та, відповідно, динаміки макропоказників¹⁶, та з позиції виявленої тенденції до затухання циклічних коливань і зниження макроекономічної волатильності в добу глобалізації¹⁷. Останнє є результатом складного переплетіння різних факторів, починаючи від самої глобалізації та закінчуючи пом'якшенням структури економіки (софтизація) і підвищенням жорсткості монетарної політики, що спонукало до мікроекономічних трансформацій в напрямку посилення структурної гнучкості, інноваційності та конкуренції¹⁸.

По-друге, наведені дані є підтвердженням того, що в умовах глобалізації тенденція до забезпечення низької та стабільної інфляції є адекватною для мегаекономік, а не тільки для малих відкритих економік, які є вразливими до перетікань капіталів. Це впливає з того, що середні показники інфляції та її дисперсія суттєво нижчі для США та ЄС за 1995–2006 роки проти 1971–2006 років. Але вигоди від глобалізації у вигляді зростання ВВП та зайнятості мо-

¹⁵ Про це, зокрема, зазначає Г.-В.Зінн, який описує це у категоріях фіскальної конкуренції в умовах глобалізації, яка стає елементом нової конкуренції економічних систем: Sinn H.-W. The New Systems Competition // NBER Working Paper. – 2002. – № 8747. – P. 1–24.

¹⁶ Див. напр.: Ayhan Kose M., Otrok Ch., Whiteman Ch. Understanding the Evolution of World Business Cycles // IMF Working Paper. – 2005. – wp/05/211. – www.imf.org; Ciccarelli M., Mojon B. Global Inflation // ECB Working Paper. – 2005. – № 537. – P. 3–47; Ayhan Kose M., Prasad E., Terrones M. Volatility and Comovement in a Globalized World Economy: An Empirical Exploration // IMF Working Paper. – 2003. – WP/03/246. – P. 1–37; Ayhan Kose M., Prasad E., Terrones M. How Does Globalization Affect the Synchronization of Business Cycles? // IMF Working Paper. – 2003. – WP/03/27. – P. 1–12.

¹⁷ Ayhan Kose M., Prasad E., Terrones M. Financial Integration and Macroeconomic Volatility // IMF Working Paper. – 2003. – WP/03/50. – P. 1–27.

¹⁸ Більш детально аналіз даного явища див.: How Has Globalization Affected Inflation // World Economic Outlook. IMF. – IMF. – Wash. D.C., 2006. – P. 97–134; Козюк В.В. Трансформація центральних банків в умовах глобалізації: макроекономічні та інституціональні проблеми. – Тернопіль, 2005. – С. 91–110.

жуть не так гомогенно актуалізуватись, порівняно з тенденцією стабілізації інфляції на низькому рівні та мінімізації її коливань. Можна побачити, що якщо за середніми показниками безробіття та зростання ВВП за 1971–2006 роки європейська економіка незначно відставала від американської, то за 1995–2006 роки розрив суттєво посилюється, особливо щодо падіння зайнятості у першій, внаслідок чого нагромадження значних проблем на європейських ринках праці вилилось у суттєве перевищення дисперсії безробіття у ЄВС над аналогічним показником по США за увесь аналізований період. У широкому розумінні це є підтвердженням тези про посилення нейтральності монетарної політики в умовах глобалізації: розрив між інфляцією у ЄВС та США у останньому періоді скорочується, а розрив по безробіттю та ВВП наростає.

По-третє, можна побачити збереження генетичного зв'язку між політикою Бундесбанку та ЄЦБ у порівнянні з політикою ФРС. Як і у вище згаданому дослідженні Фішера, і середнє і дисперсійне значення інфляції у ЄВС є нижчим, ніж у США. При чому така закономірність простежується в обох періодах. Це говорить про те, що трансформації інституційного та структурного забезпечення реалізації монетарної політики в Об'єднаній Європі не зачепили слідування монетарній моделі Бундесбанку щодо забезпечення низької та стабільної інфляції, навіть попри підвищення значення параметру реакції на ВВП-розрив у функції реакцій ЄЦБ, порівняно з першим, про що вже йшлося. З цього також випливає, що європейська монетарна політика є набагато менш акомодативною, ніж американська, тобто меншою мірою реагує на реальні шоки. Останнє також узгоджується з характером коливань короткострокових ставок по долару та євро (табл. 3).

Таблиця 3

**Відсоткові ставки та зростання грошової маси в США та зоні євро,
1995–2005/6 роки**

	Відсоткові ставки				Грошова маса	
	Середні		Дисперсія		Середнє	Дисперсія
	короткострокові	довгострокові	короткострокові	довгострокові		
США	4,1	5,35	3,6	0,75	6,0	3,7
ЄВС	3,6	5,2	1,7	1,78	6,1	4,1

Примітка: дані по грошовій масі за 1995–2005 рр., а по відсоткових ставках за 1995–2006 рр., що обумовлено запізненням в часі статистики динаміки грошових агрегатів.

Джерело: World Economic Outlook. – Wash. (D.C.): IMF, 2004; World Economic Outlook. – Wash. (D.C.): IMF, 2006; OECD Economic Outlook. Annex. Table 34–35 // www.oecd.org.

Так, короткострокові ставки, які перебувають у щільному зв'язку з поведінкою інструментальної ставки і відображають напрям політики центробанку на грошовому ринку, виявляються менш волатильними у зоні євро. Це є свідченням як того, що ЄЦБ набагато рідше змінює офіційні ставки, порівняно з ФРС (хоча за даний період американська економіка зіштовхнулася з рядом шоків – шок попиту, дефляційний шок, шок швидкого виходу зі смуги уповільнення зростання ВВП за рахунок стимулювання поточного споживання тощо),

так і того, що він менше реагує на різного роду шоки, дозволяючи економіці самій їх абсорбувати, отже, є більш консервативним центральним банком. Але при цьому флуктуації довгострокових ставок суттєво різняться в США та ЄВС на користь перших, що можна пояснити тим, що попит на американські бізнесові та фінансові активи є стабільнішим, оскільки фінансовий сектор США більшою мірою спроможний трансформувати заощадження у реальні інвестиції¹⁹, хоча йому властиві масштабніші коливання, ніж європейському. Однак, як показують рис. 1 і 2, щільність зв'язку між коротко- та довгостроковими ставками для ЄВС є дещо вищою проти США. Дане явище можна вважати наслідком функціонування відмінних моделей фінансових ринків (континентальна у Європі та ринкова у США).

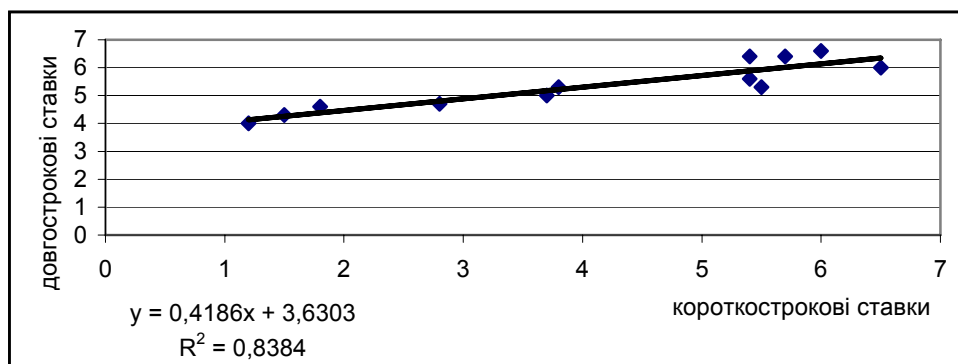


Рисунок 1. Коротко- та довгострокові ставки США

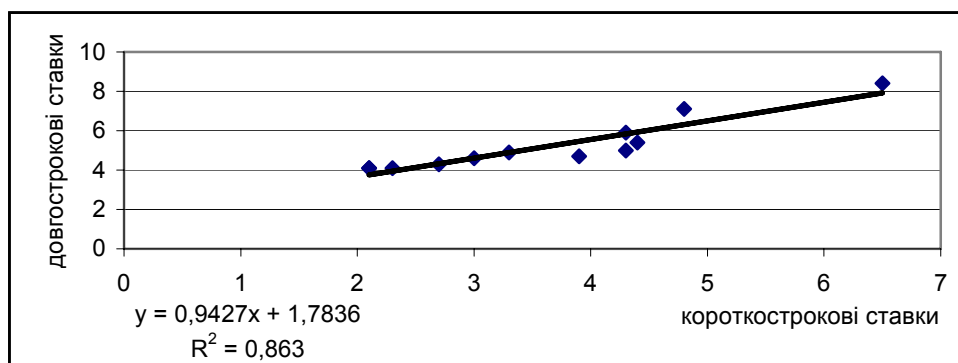


Рисунок 2. Коротко- та довгострокові ставки у ЄВС

В сукупності це відображає таку закономірність: масштабніший та глибший фінансовий сектор створює суттєві стимули для реального у вигляді того, що він краще згладжує коливання ставок ринку капіталу, але це відбувається внаслідок того, що вся фінансова система більшою мірою схильна до сприй-

¹⁹ Зокрема, дане явище описується так званою рівноважною моделлю глобальних дисбалансів, в яких низькі ставки є ключовим елементом. (Див.: *Caballero R., Farhi E., Gourinchas P.-O. An Equilibrium Model of "Global Imbalances" and Low Interest Rates // NBER Working Paper. – 2006. – № 11996. – www.nber.org.*)

няття ризику (*risk-taking behavior*), отже, стає проциклічною²⁰. Останнє підтверджується тим, що флуктуації американського ділового циклу виявились більш суттєвими, ніж європейського. Водночас, майже ідентичні середні темпи зростання грошової маси не позначаються на аналогічному зростанні інфляції по обох економіках, а флуктуації грошової маси виявились навіть більш суттєвими в ЄВС. Останнє може свідчити про те, що грошові агрегати щільніше контролюються з боку ЄЦБ, порівняно з ФРС, але кількісний вираз їх зростання не знаходиться у прямому зв'язку з інфляцією.

По-четверте, на відміну від неокейнсіанського припущення про те, що зниження варіації інфляції повинно кореспондувати із підвищенням варіації ВВП/безробіття (крива Тейлора) та емпіричного підтвердження цієї тези у аналізованій роботі Фішера на прикладі США та Німеччини за 1960–1992/3 роки, дані табл. 2, демонструють відмінну ситуацію. Як за 1971–2006, так і за 1995–2006 роки не спостерігається оберненого зв'язку між варіацією інфляції та зростання ВВП в розрізі європейської та американської економіки. Це говорить про те, що неокейнсіанське припущення не може вважатись адекватним. Характер монетарної політики реально впливає на поведінку ділового циклу та амплітуду його коливань. Те, що нижча і менш варіативна інфляція у ЄВС кореспондує із меншою варіативністю динаміки ВВП, є, з одного боку, підтвердженням монетаристської теорії ділового циклу (коли амплітуда коливання останнього дуже часто визначається флуктуаціями грошової пропозиції), а з іншого боку – відображенням і більш жорсткої політики ЄЦБ, порівняно з ФРС. Отже, теоретично (з кейнсіанської точки зору) проциклічна політика Європейського центрального банку не обов'язково призводить до посилення циклічності розвитку економіки ЄС/ЄВС. Тоді як більш м'яка політика ФРС сприяє посиленню циклічної активності американської економіки. Але, водночас, і в тому і в тому випадку зберігається принцип неухильного слідування політиці цінової стабільності.

По-п'яте, кореспонденція між нижчою варіацією інфляції у ЄВС та вищою варіацією безробіття, порівняно з США, хоч і підтверджує позицію неокейнсіанців, але, як видно з аналізу дисперсій інфляції та ВВП, не може вважатись контраргументом на адресу ствердження про неадекватність припущень послідовників кейнсіанської парадигми. Це впливає з того, що уповільнення темпів зростання ВВП в економіці ЄС/ЄВС за 1995–2006 роки проти 1971–2006 років є меншим, ніж падіння зайнятості. Якщо за короткий період дисперсія безробіття є низькою, а середнє значення високим, при тому, що за увесь період, порівняно, навпаки, то це є свідченням того, що для європейської економіки властива ситуація зростання ВВП без адекватних стимулів для зростання зайнятості. По суті, саме у цьому аспекті спостерігається глибока

²⁰ Позитивний зв'язок між низькими ставками, схильністю до ризику та набуттям фінансовою системою рис проциклічності описується в рамках так званого ньюінвайременталістського погляду (*new environment approach*), який стає популярним у напрямку аналізу фахівців Банку міжнародних розрахунків. (Див.: *Borio C., English W., Filardo A. A Tale of Two Perspectives: Old and New Challenges for monetary Policy // BIS Papers. – 2003. – № 19. – P. 1–59; White W. Procyclicality in the Financial System: Do We Need a New Macro-financial Stabilization Framework // BIS Working Papers. – 2006. – № 193. – P. 2–20.*)

відмінність між американською та європейськими економіками: для першої зайнятість є еластичною щодо зростання, тоді як для другої формується специфічна модель – зростання із безробіттям. Як наслідок, у випадку ЄВС не жорстка монетарна політика сама по собі гальмує зайнятість, даючи привід для її критики з боку неокейнсіанців, які акцентують увагу на негнучкості ринків праці, а сам характер таких ринків визначає ситуацію, коли зростання ВВП та вигоди від стабільності цін не можуть бути адекватно "влочені" зменшенням безробіття. Такий висновок повністю узгоджується із відомими висновками про те, що структурна зарегульованість і, як наслідок, негнучкість європейських ринків праці є гальмом розвитку економіки ЄС/ЄВС, фактором її вразливості в умовах глобалізації та відставання у конкуренції від США, а також з розпочатими процесами болісних реформ трудового законодавства у Євросоюзі.

Можна підсумувати, що в політиці ЄЦБ та ФРС спільним є неухильне слідування забезпеченню стабільності цін, а ефективність монетарної політики для обох центробанків, що розуміється як мінімізація коливань інфляції та ВВП, суттєво підвищилась за останнє десятиліття. Це говорить про сприйняття по обидва боки Атлантики принципів функціонування сучасного центробанку. Водночас, основною відмінністю є те, що політика ЄЦБ є більш консервативною, внаслідок чого середня інфляція та її дисперсія у ЄВС виявилась нижчою, ніж у США. При цьому, це не супроводжується більш варіативним зростанням ВВП у першому порівняно з другими. Дане явище є свідченням того, що неокейнсіанські аргументи відносно альтернативності варіації інфляції та ВВП/безробіття не є адекватними. У політиці ЄЦБ простежується генетичний зв'язок з політикою Бундесбанку. Більш гнучка монетарна політика у США не повинна вважатися за кращу альтернативу з точки зору характеру зайнятості в американській економіці, оскільки в основі значного безробіття у ЄС/ЄВС є не монетарний фактор, а відставання зайнятості від зростання ВВП. З точки зору критерію ефективності монетарної політики у вигляді мінімізації варіації інфляції та ВВП, Європейська модель виглядає більш привабливою. Проте найбільш фундаментальний висновок, який можна екстраполювати на економіку України, полягає у тому, що монетарна політика, яка націлена на забезпечення цінової стабільності, не обов'язково погіршує динаміку ВВП, а може створювати стимули для неї, оскільки виступає фундаментальним макроекономічним фактором мікроекономічних структурних трансформацій, інноваційності та конкурентності.