

ВПЛИВ МОНЕТАРНИХ ІНСТРУМЕНТІВ НА РИНКИ НЕРУХОМОСТІ В ОКРЕМИХ КРАЇНАХ СВІТУ

© 2014 ПРОКОПЕНКО В. Ю.

УДК 336

Прокопенко В. Ю. Вплив монетарних інструментів на ринки нерухомості в окремих країнах світу

У статті розглядаються монетарні інструменти, що застосовуються монетарними регуляторами країн Єврозони та США. Проаналізовано наукові дослідження у сфері монетарного регулювання ринків нерухомості країн Єврозони та США. З'ясовано, що переважно застосовуються ліберальні монетарні режими щодо впливу на фінансові ринки, зокрема і на ринки нерухомості. Проаналізовано монетарні інструменти в динаміці та у взаємозв'язку зі зміною динаміки цін на ринках нерухомості вищезазначених країн.

Ключові слова: ринок нерухомості, монетарні регулятори, монетарні інструменти, житлова нерухомість, індекс цін на нерухомість

Рис.: 3. **Бібл.:** 37.

Прокопенко Валерія Юрївна – кандидат економічних наук, доцент, професор, кафедра соціально-економічних дисциплін, Харківський національний університет внутрішніх справ (пр. 50-річчя СРСР, 27, Харків, Україна)

Email: luluza@ukr.net

УДК 336

UDC 336

Прокопенко В. Ю. Влияние монетарных инструментов на рынки недвижимости в отдельных странах мира

В статье рассматриваются монетарные инструменты, применяемые монетарными регуляторами стран Еврозоны и США. Проанализированы научные исследования в области монетарного регулирования рынков недвижимости стран Еврозоны и США. Выяснено, что в основном применяются либеральные монетарные режимы влияния на финансовые рынки, в том числе и на рынки недвижимости. Проанализированы монетарные инструменты в динамике и во взаимосвязи с изменением динамики цен на рынках недвижимости вышеупомянутых стран.

Ключевые слова: рынок недвижимости, монетарные регуляторы, монетарные инструменты, жилищная недвижимость, индекс цен на недвижимость

Рис.: 3. **Библ.:** 37.

Прокопенко Валерия Юрьевна – кандидат экономических наук, доцент, профессор, кафедра социально-экономических дисциплин, Харьковский национальный университет внутренних дел (пр. 50-летия СССР, 27, Харьков, Украина)

Email: luluza@ukr.net

Prokopenko V. Yu. The Impact of Monetary Tools on the Real Estate Markets in Several Countries of the World

The paper deals with monetary tools used by monetary regulators in the Euro zone countries and the USA and also analyses scientific research in the field of monetary control of real estate markets in the Euro zone countries and the USA. The author arrives at the conclusion that liberal monetary regimes are mostly used to influence financial markets, including the real estate market. The paper examines monetary tools in dynamics and in coordination with the change of price behavior in real estate markets of the above-mentioned countries.

Key words: real estate market, monetary regulators, monetary tools, residential real estate, real estate price index

Pic.: 3. **Bibl.:** 37.

Prokopenko Valeriia Yu. – Candidate of Sciences (Economics), Associate Professor, Professor, Department of social and economic disciplines, Kharkiv National University of Internal Affairs (pr. 50-richchya SRSR, 27, Kharkiv, Ukraine)

Email: luluza@ukr.net

Вступ. Інтеграційні та глобалізаційні процеси, що з кожним роком набирають обертів, суттєво впливають на ринки нерухомості країн світу. Інтеграція фінансових ринків, міграція фінансових і трудових ресурсів, рух великих інформаційних потоків – це далеко не повний перелік проявів глобалізації, яка має як позитивні результати, так і негативні наслідки.

У сучасному світі кризовий стан однієї економіки за ланцюговою реакцією здатен спровокувати появу кризового стану в економіках інших країн. Ще декілька десятиріч тому важко було уявити подібні взаємозалежності, взаємозв'язки та взаємовпливи. Пошук нових векторів розвитку ринку нерухомості наштовхує його учасників звернутися до міжнародного досвіду. За час функціонування і розвитку ринків нерухомості в різних країнах світу сформувалася розгалужена система фінансово-кредитних

інструментів та їх похідних, які перебувають в обігу не тільки на ринку нерухомості, але й у різних секторах фінансової системи. Поряд із позитивними тенденціями виявились і «слабкі місця», загальний зміст яких полягає у недоцільності стимулювання розвитку ринку нерухомості лише за допомогою інструментів фінансового ринку. Йдеться про важливість застосування заходів державного впливу. Оглянемо, як інші держави підтримують свої ринки нерухомості, як стимулюють їх та як стримують через застосування монетарних інструментів.

Цікавим у цьому контексті є дослідження застосування монетарних інструментів монетарними регуляторами окремих економічно розвинутих країн з метою залучення позитивного досвіду у вітчизняну практику.

Питання монетарного регулювання ринків нерухомості активно досліджується зарубіжними фінансистами-

науковцями та фінансистами-практиками, такими як К. Бакс і Ч. Крамер [4], Р. Рюффер і Л. Стракка [5], К. Грайбер [14], Б. Роффія й А. Загіні [6], Р. Адалід і К. Деткен [7], Дж. Гісе та К. Таксен [8], А. Бельке та В. Орт [9], Ч. Гудхарт і Б. Гофман [10], К. Дрегер і Волтерс [11] та іншими.

Особливо актуальними стають питання монетарного регулювання ринків нерухомості в умовах світової фінансової кризи.

Метою статті є дослідження проявів дії та застосування інструментів політики монетарних регуляторів країн Єврозони та США з метою цінової стабільності на ринках фінансових активів, до яких належать і ринки нерухомості, та унеможливлення виникнення кризових явищ.

Виклад основного матеріалу. Зв'язку монетарної політики держави та ринків фінансових активів, до яких у західній літературі традиційно відносять ринок нерухомості та ринок цінних паперів, було присвячено низку досліджень, що проводились у економічно розвинених державах Європи, Сходу та Північної Америки.

У докризовий період монетарна політика більшості розвинених держав характеризувалась ліберальним підходом: облікова ставка була досить низькою, більшість центральних банків обрали політику невтручання у діяльність фінансових ринків. Так, у США ставки за федеральними фондами були знижені з 7 % у 1989 р. до 2 % у 2003 р. [1], у Великобританії офіційна банківська ставка – з 14,87 % у 1989 р. до 3,5 % у 2003 р. [2] На цьому тлі ціни на нерухомість, особливо житлову, значно зросли: у США цей показник збільшився з 1980 р. до у 2003 р. на 195,64 % [3], у Великобританії середня вартість нерухомості – з 61,5 тис. фунтів у 1989 р. до 133,9 тис. фунтів у 2003 р. (з урахуванням інфляції). Результатом став бум на ринку нерухомості, який згодом переріс на «фінансову бульбашку», яка в свою чергу стала каталізатором глобальної фінансової кризи. Разом із цим, ще у докризовий період робились спроби обґрунтувати більш активну роль центрального банку в регулюванні фінансових ринків і ринку нерухомості. Частина досліджень була присвячена впливу сукупної ліквідності на ціну активів. До них зокрема належали дослідження, проведені К. Баксом і Ч. Крамером (Міжнародний валютний фонд, дані брались за країнами «Великої сімки», 1999 р.) [4], Р. Рюффером і Л. Стракка (Європейський центральний банк, дані по США, країнам Єврозони та Японії, 2006 р.), К. Грайбером і Р. Зетцером (Німецький федеральний банк, дані по країнам Єврозони та США, 2007 р.) [5], Б. Роффія й А. Загіні (Європейський центральний банк та Банк Італії, дані по Австралії, Великобританії, Данії, Іспанії, Італії, Канаді, Нідерландам, Німеччині, Новій Зеландії, Норвегії, США, Франції, Швейцарії, Швеції та Японії) [6], Р. Адалідом і К. Деткен (Європейський центральний банк, дані по Австралії, Бельгії, Великобританії, Данії, Ірландії, Іспанії, Італії, Канаді, Нідерландам, Німеччині, Новій Зеландії, Норвегії, США, Фінляндії, Франції, Швейцарії, Швеції та Японії, 2007 р.) [7], Дж. Гісе та К. Таксеном (дані по Великобританії, Італії, Німеччині, Франції, США та Японії, 2007 р.) [8], А. Бельке, В. Ортом і Р. Зетцером (дані по країнам Єврозони, Австралії, Великобританії, Данії, Канаді, Норвегії, Південній Кореї, Швейцарії та Швеції, 2010 р.) [9], Ч. Гудхартом і Б. Гофманом (Європейський центральний банк, дані по Австралії, Бельгії, Великобританії, Данії, Ірландії,

Іспанії, Італії, Канаді, Нідерландам, Німеччині, Норвегії, США, Фінляндії, Франції, Швейцарії, Швеції та Японії, 2008 р.) [10], К. Дрегером і Ю. Волтерсом (дані по країнам Єврозони та США, 2009 р.) [11].

Так, дослідження К. Бакса та Ч. Крамера фокусується на впливі монетарної ліквідності (яка визначається авторами як «пов'язана з короткостроковими відсотковими ставками або агрегованою кількістю грошей»; «пов'язана з умовами на ринку короткострокових кредитів») на ринок фінансових активів. Основні висновки дослідження полягали у тому, що ліквідність може викликати інфляцію при зростанні попиту на фінансові активи з обмеженою пропозицією; економіка, що переживає бум, призводить до підвищення ліквідності та підвищення цін на фінансові активи; підвищена ліквідність призводить до зниження відсоткових ставок, що у свою чергу призводить до зростання цін на фінансові активи внаслідок зниження коефіцієнту дисконтування [4]. При цьому в дослідженні аналізувався ринок фінансових активів у цілому, без поділу на ринок нерухомості та ринок цінних паперів. Окрім цього, аналізувався вплив ліквідності, яка хоча й формується під впливом монетарної політики держави, але й залежить від низки інших факторів.

У дослідженні Р. Рюффера та Л. Стракка [5] аналізувався вплив шоків політики грошового зростання на розвиток глобальної економіки; одним із аналізованих показників був агрегований індекс ринку активів, що включає ціни на житлову та комерційну нерухомість, а також на цінні папери. У результаті дослідження було виявлено значний негативний вплив шоків відсоткової ставки на даний індекс.

Низку досліджень було присвячено впливу монетарної політики на ринок нерухомості окремо, однак їхньою особливістю було фокусування уваги насамперед на ринку житлової нерухомості. Нами буде присвячено більше уваги їх результатам. Так, дослідження М. Демарі аналізувало зв'язок між цінами на житлову нерухомість і ключовими макропоказниками, такими як рівень цін, обсяги виробництва та відсоткова ставка. Дані аналізуються за 10-ма країнами – членами Організації економічного співробітництва та розвитку (Австралія, Великобританія, Данія, Іспанія, Нідерланди, Німеччина, США, Фінляндія, Франція та Японія) за період з I кварталу 1970 р. по IV квартал 2005 р.

Основними висновками дослідження були наступні. По-перше, стримуюча монетарна політика приводить до зниження цін на нерухомість, оскільки вищі відсоткові ставки призводять до збільшення вартості фінансування проектів зі створення об'єктів нерухомості та відповідно знижують попит на житло (слід зазначити, що аналізувався насамперед ринок житлової нерухомості); емпірично ця теза підтверджувалась, у всіх 10-ти аналізованих країнах шоки монетарної політики призводили до зниження цін на нерухомість, а в половині аналізованих країн шоки відсоткової ставки були причиною від 12 до 24 % усіх коливань цін на нерухомість.

З іншого боку, інфляційні коливання обумовили підвищення попиту на нерухомість лише у Данії та Іспанії, і навіть у цих країнах воно було незначним. З іншого боку, дослідження показало, що внаслідок інфляційних коливань центральні банки схильні підвищувати облікову ставку, що призводить до зниження попиту на нерухомість та її ціни.

Такою ж, відповідно до результатів дослідження, є реакція центральних банків на шоки цін на нерухомість (у 8-ми з 10-х аналізованих країн виявлено причинність між цінами на житлову нерухомість і ринковою відсотковою ставкою). Нарешті, виявлено зв'язок між стрибкоподібним підвищенням цін на нерухомість та інфляційним тиском. Від 10 до 20 % коливань загального рівня цін в аналізованих країнах корелюються зі швидкими підвищеннями цін на ринку нерухомості [12].

Дослідження М. Ярочинського та Ф. Сметса вивчало взаємозв'язок макропоказників, таких як довго- та короткострокова відсоткова ставка, реальний ВВП, дефлятор ВВП, ціни на сировину, грошовий агрегат М2, реальний рівень споживання, реальні інвестиції у житлову нерухомість, реальні ціни на житлову нерухомість у США за період з 1987 р. по 2007 р. Одним із висновків дослідження було те, що «монетарна політика має значний вплив на інвестиції у житлову нерухомість і ціни на житлову нерухомість, і що стимулююча монетарна політика, спрямована на зниження прогнозованих ризиків дефляції у 2002 – 2004 рр. сприяла буму на ринку житлової нерухомості у 2004 р. і 2005 р.» [13].

Згадуване вище дослідження Ч. Гудхарта та Б. Гофмана (2008), яке аналізувало зв'язок між грошима, кредитом, цінами на житлову нерухомість та економічною активністю у 17-ти економічно розвинених країнах за період 1970 – 2006 рр., виявило значні взаємні зв'язки між «широкими грошима» (грошовий агрегат М3), приватним кредитом і цінами на житлову нерухомість. При цьому такий потрібний зв'язок виявився яскравіше у період 1985 – 2006 рр., ніж у період 1970 – 1985 рр., що автори дослідження пов'язують з лібералізацією фінансової системи у розвинених країнах. До того ж, підтверджено значний вплив монетарних і кредитних шоків на ціни на житлову нерухомість, при цьому їх ефект є більшим під час буму на ринку. На думку авторів дослідження, дані показують принципову можливість центральних банків опосередковано реагувати на викривлення у фінансовій системі та відповідно зменшувати їхні довгострокові негативні наслідки; при цьому, однак, підкреслюється проблематичність використання такого підходу в умовах низької та стабільної інфляції, а також у валютних союзах (наприклад, країни Єврозони) [10].

Дослідженням А. Бельке, В. Орта та Р. Зетцера (2010) було здійснено порівняльний аналіз впливу шоків ліквідності на ціни на ринках фінансових активів і товарних ринків за даними країн Єврозони та 9-ти інших розвинених країн (Австралії, Великобританії, Данії, Канади, Норвегії, Південної Кореї, Швейцарії та Швеції). При цьому, якщо для ринку житлової нерухомості знову була виявлена висока кореляція з відсотковою ставкою, ринок цінних паперів на її зміну практично не реагував [9].

Дослідження, спрямовані на виявлення впливу монетарної політики на сегмент комерційної нерухомості, менш чисельні. Одним із нечисленних прикладів є дослідження Й. Грубера та Г. Лі (2008), присвячене впливу банківського кредитування на ціни на ринку комерційної нерухомості. Хоча доступність банківських кредитів пов'язана з монетарною політикою держави, вона, як і грошова маса, зазнає впливу сторонніх факторів. Й. Грубер і Г. Лі, аналізуючи дані по Німеччині, дійшли висновку щодо наявності зв'язку між банківськими кредитами та цінами на комерційну не-

рухомість; при цьому такий зв'язок виявився сильнішим у тих регіонах, де домінували іпотечні кредити з плаваючою ставкою та методики оцінки іпотечного забезпечення на основі ринкової вартості [14].

Більш комплексним підходом до аналізу визначилося дослідження, проведене М. Берлеманом та Ю. Фрезе (2010), яке за даними по Швейцарії проаналізувало вплив монетарної політики на ціни на ринку нерухомості. Результати дослідження виявили, що сегменти житлової та комерційної нерухомості по-різному реагують на коливання відсоткової ставки: якщо ціни на житлову нерухомість досить сильно реагують на коливання відсоткової ставки, то ціни у комерційному секторі показують значно нижчий ступінь кореляції. Додатково дослідження показало, що підвищення відсоткової ставки призводить до зростання цін на ринку найманого житла, що автори дослідження пояснюють ефектом заміщення. Відтак, М. Берлеман та Ю. Фрезе дійшли висновку щодо ефективності монетарної політики у регулюванні ринку житлової нерухомості та недоцільності її застосування для регулювання ринку комерційної нерухомості [15].

Отже, вплив монетарної політики, насамперед облікової ставки центрального банку, на ринок житлової нерухомості у розвинених країнах підтверджується емпіричними даними. Що ж стосується її меншого впливу на ринок комерційної нерухомості, це можна пояснити більшим значенням кредитного ринку саме для ринку житлової нерухомості. Незважаючи на очевидний вплив монетарної політики на ринок нерухомості, не існує єдиного підходу щодо доцільності та характеру її застосування для його регулювання.

Перший підхід до ролі центрального банку в регулюванні ринку нерухомості полягає у запереченні необхідності реакції з його боку на зміни на ринках фінансових активів (зокрема, ринках нерухомості). Так, голова Федеральної резервної системи США Б. Бернанке зазначав, що «зміни цін на фінансові активи мають впливати на монетарну політику лише тією мірою, якою вони впливають на прогнози центрального банку щодо рівня інфляції... Як тільки прогнозований вплив цін фінансових активів на рівень інфляції врахований, подальша реакція монетарної політики на коливання цін не потрібна [18]». Даний підхід у цілому відображає позицію, відповідно до якої завданням центрального банку є забезпечення цінової стабільності.

Другий підхід полягає у тому, що центральний банк має реагувати на зміни цін на активи не лише з метою стабілізації сукупного попиту та інфляції (зокрема, його підтримують К. Деткен, Ф. Сметс [17], М. Бордо, Д. Вілок [20] та ін.) Названі автори зазначають необхідність більш активної реакції центральних банків, виходячи з досвіду бульбашок на ринку фінансових активів. С. Чеккетті зазначав, що реакція центрального банку на зміни цін фінансових активів може бути корисною для досягнення цілей монетарної політики, оскільки вони впливають на цінову стабільність інакше, ніж стандартні фактори інфляції [19].

Питання про те, наскільки і в яких випадках центральні банки мають реагувати на зміни на ринку нерухомості, привело до дискусії щодо набору інструментів аналізу та впливу на ринок нерухомості. Так, Ч. Гудхарт і Б. Гофман ведуть мову про «вторинний фінансовий інструмент, який міг би прямо впливати на зв'язок між цінами на не-

рухомість і монетарними змінними [10]». Як такий інструмент дане дослідження пропонує граничний рівень коефіцієнта відношення суми кредиту до суми забезпечення для іпотечних кредитів (такі заходи застосовувались, зокрема, у Гонконгу, Південній Кореї та Естонії [10]).

Отже, представники даного напрямку ведуть мову про зміну ролі центрального банку та його відповідальність не лише за цінову стабільність, але й також за стабільність фінансової системи, в якій банківська система відіграє центральну роль.

Аналізуючи вплив монетарної політики на ринок нерухомості корисно розглянути досвід країн, що розвиваються, насамперед – постсоціалістичних країн Центральної та Східної Європи. Перехід до ринкової економіки, вступ до ЄС обумовили приплив до цих країн значних обсягів іноземного капіталу, який, як і в економічно-розвинених країнах, у великих об'ємах вкладався у ринок нерухомості, що призвело до буму цін і в цих державах. Відповідно, і тут виникла низка досліджень з приводу взаємодії монетарної політики та ринку нерухомості.

Дослідження Я. Фрайта та Л. Комарека [20], що розглядає взаємодію монетарної політики та цін на фінансові активи у чотирьох нових країнах – членах ЄС (Польщі, Словаччині, Чехії та Угорщині), свідчить про наявність впливу першої на ринки фінансових активів, хоча автори погоджуються із Б. Бернанке, виступають проти активних дій центрального банку на дані ринки в умовах, коли інфляційні прогнози є позитивними.

Дослідження І. Маталіка, М. Сколкової та Я. Сироватки щодо зв'язку цін на нерухомість і монетарною політикою центрального банку в Чехії зазначало необхідність урахування зазначених цін при визначенні напрямів грошово-кредитної політики в рамках так званого інфляційного таргетування; при цьому зазначалось, що однією з проблем для ефективної взаємодії центрального банку з ринками нерухомості є відсутність необхідної інформації [21], що в принципі є спільною проблемою для постсоціалістичних економік. Наприклад, для Чехії необхідна для аналізу інформація стала доступною лише починаючи з 1998 р. (для порівняння, дослідження по вищезгадуваним розвиненим країнам оперували даними починаючи з 70-х років минулого століття).

Окрім низького обсягу інформації, особливістю ринків нерухомості у країнах, що розвиваються, є менший вплив заходів класичної монетарної політики на розвиток ринку нерухомості. Так, В. Деду та Т. Стойка зазначають, що незважаючи на досить обережну політику центрального банку Румунії, який зберігав відносно високий рівень облікової ставки та норми обов'язкового резервування, ціни на нерухомість у цій країні також пережили значний бум. Дослідники пов'язують це насамперед з припливом іноземного капіталу, що забезпечило наявність на ринку значної кількості дешевих фінансових ресурсів, які активно інвестувались у нерухомість (що було характерним і для таких країн, як Іспанія та Ірландія). З іншого боку, вони зазначають, що менш катастрофічні наслідки для Румунії (що є характерним і для більшості постсоціалістичних країн, окрім балтійських) пояснюються відсутністю розвиненого ринку складних фінансових інструментів, насамперед деривативів, які під час кризи стали відомі як «токсичні активи» [22].

Як альтернатива класичним монетарним інструментам (облікова ставка, норма резервування) в таких умовах пропонуються вторинні фінансові інструменти. Серед них уже згадуваний вище граничний рівень коефіцієнта відношення суми кредиту до суми забезпечення для іпотечних кредитів. Окрім цього, в Китаї діє такий інструмент впливу, як нормування кредитування у визначені галузі (зокрема, нерухомість) [26]. Хоча у докризовий період такі заходи критикувались через поширений досить ліберальний підхід до монетарної політики, після 2008 р. загальний настрій почав все більш схилитися до посилення ролі монетарних регуляторів на ринку нерухомості.

Відтак розглянемо, як на практиці монетарні регулятори впливають на ринки нерухомості. Почнемо з ринків країн Єврозони.

Європейський центральний банк (далі – ЄЦБ) як монетарний мегарегулятор Єврозони застосовує такі монетарні інструменти для здійснення грошово-кредитної політики, як: депозитну ставку, ставку рефінансування та ставку за кредитами. Депозитна ставка являє собою відсоток, який ЄЦБ виплачує за надлишкові резерви банків, що розміщені на його рахунках. Ставка рефінансування – відсоток, під який ЄЦБ надає ліквідність банкам без обмеження на об'єм коштів, що надаються, на аукціонах грошового ринку зони євро. ЄЦБ використовує фіксовану ставку з жовтня 2008 р. До цього об'єм коштів, які розміщувались на аукціоні, визначався комісією ЄЦБ на основі заявок кредитних організацій; також діяла плаваюча ставка, при чому ЄЦБ встановлював мінімальну ставку пропозиції, а банки – виставляли об'єм потрібних коштів і пропоновану ставку. Перевага надавалась банкам, які пропонували найбільшу ставку. Перехід до фіксованої ставки був обумовлений кризою ліквідності в зоні євро. Ставка за кредитами застосовується при наданні ЄЦБ прямих кредитів комерційним банкам. Особливістю монетарної політики ЄЦБ є необхідність співпрацювати з національними банками країн – учасниць Єврозони (разом з якими він утворює Європейську систему центральних банків, а також різні рівні та тенденції розвитку країн, що є учасницями валютного союзу).

Починаючи з 1999 р., коли було запроваджено єдину європейську валюту, значну частину інструментів монетарної політики країн Єврозони було передано Європейському центральному банку. В цілому, ЄЦБ проводив політику відносно низької відсоткової ставки (рис. 1). У 1999 – 2001 та 2005 – 2008 рр. проводилась політика підвищення відсоткових ставок: у першому випадку з метою забезпечення цінової стабільності [24], в другому – у зв'язку зі значним зростанням грошової маси [25]. Основною метою монетарної політики ЄЦБ є цінова стабільність.

Внаслідок цього ринок нерухомості поведився по-різному в країнах Єврозони. Найменші показники зростання цін на нерухомість продемонструвала Німеччина (з моменту запровадження євро у середньому – на 0,07 % за рік). Найбільше зростання цін продемонстрували Франція (в середньому 11,56 %), Естонія (10,91 %, дані по цій країні доступні лише починаючи з вересня 2003 р.), Бельгія (9,75 %) та Іспанія (9,6 %). У докризовий період (до 2007 р.) найбільше зросли ціни на нерухомість в Естонії (в середньому – на 45,47 % у період 2003 – 2007 рр.), у Словаччині (33,77 %, 2005 – 2007 рр.). З країн, за якими дані доступні

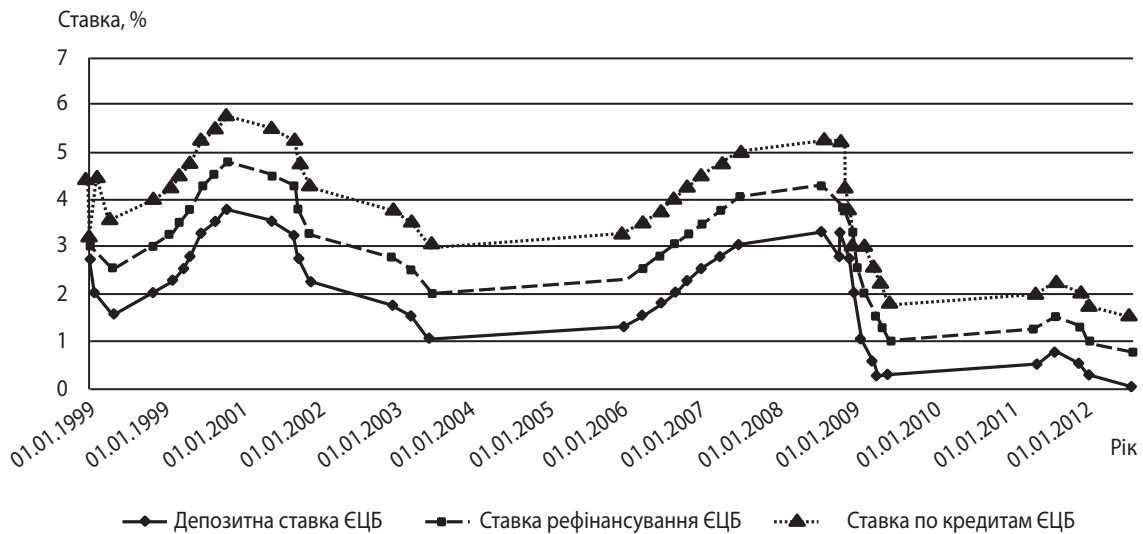


Рис. 1. Основні ставки Європейського центрального банку (1999 – 2012 рр.) [26]

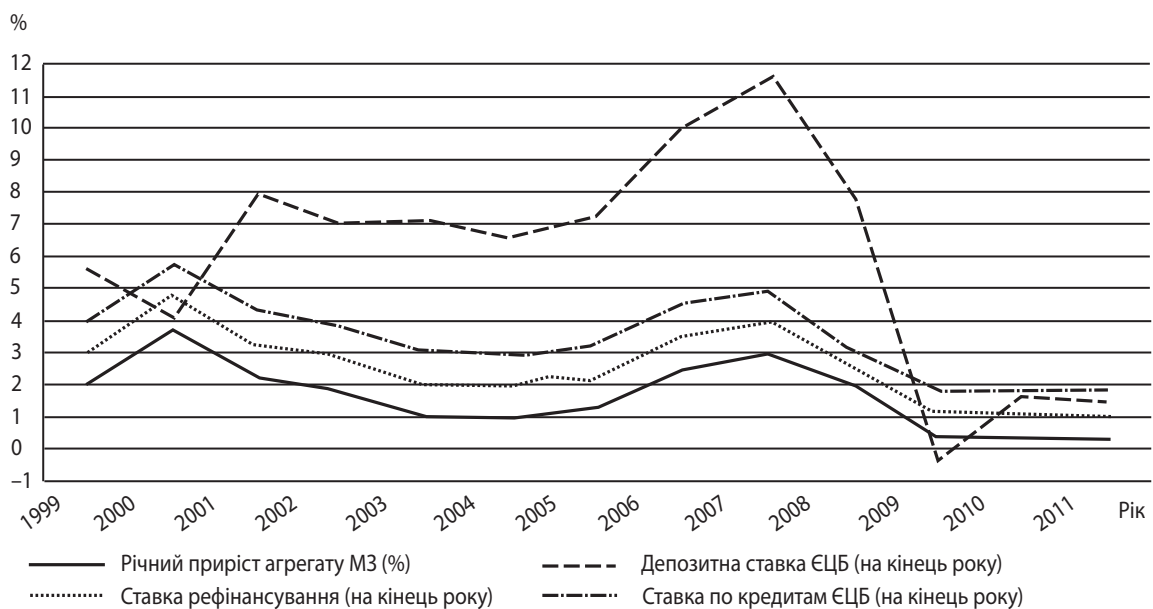


Рис. 2. Зміна грошового агрегату М3 в країнах Єврозони [27]

з 1999 р., найбільше зростання показали Іспанія (19,51 % на рік), Франція (15,95 %), Люксембург (15,86 %) і Греція (11,54 % по країні за винятком столиці, 14,41 % у столиці). Невисокі показники зростання у докризовий період показали ринки Австрії (1,52 % на рік) та Португалії (3,4 %); у Німеччині ціна скорочувалась у середньому на 0,64 % на рік. Внаслідок кризи найбільше падіння спостерігалось в Ірландії (11,7 % на рік), Естонії (8,39 %), Іспанії (4,6 %) та Греції (4,26 та 4,5 %). Натомість, у Німеччині та Австрії спостерігалось підвищення темпів зростання цін (1,79 та 3,35 % на рік відповідно). Хоча Європейський центральний банк проводить єдину монетарну політику у зоні євро, грошова маса змінювалась у країнах – учасниках валютного союзу також неоднорідно: країнам із високими темпами зростання цін (Ірландія, Греція) відповідало значне зростання грошової маси; з іншого боку, Німеччина,

в якій у докризовий період ціни на нерухомість знижувались, показувала й низькі показники зростання грошової маси [28]. В умовах кризи та зниження ефективності передавального механізму ЄЦБ застосував низку нетрадиційних методів монетарної політики. На відновлення ефективної діяльності ринку нерухомості частково було спрямовано програму придбання облігацій з покриттям (Covered Bonds Purchase Program), до яких належать іпотечні облігації. Перша така програма тривала у травні 2009 – червні 2010 рр., в ході якої ЄЦБ придбав облігацій на суму 60 млрд євро [32]. Рішення про другу програму придбання облігацій із покриття було прийнято у жовтні 2011 р., її здійснення розпочато у листопаді 2011 р. Першочерговим завданням програм заявлено «покращення умов фінансування для банків і компаній, а також мотивація банків на підтримання та підвищення рівня кредиту-

вання клієнтів» [30]. Проте значного збільшення обсягів кредитування, зокрема іпотечного, внаслідок застосування цих програм поки що не спостерігається. Окрім цього, ЄЦБ проводить політику забезпечення ліквідності банків з метою відновлення рівня кредитування населення та економіки. Це, зокрема, виявилось у знятті обмежень на об'єм коштів, які надаються на грошових аукціонах під ставку рефінансування, встановленні її фіксованого значення, а також у її значному зниженні. Незважаючи на ці заходи, на сьогодні ринок нерухомості у Єврозоні й досі перебуває під негативним впливом кризових явищ. За 2011 р. ціни на житлову нерухомість зросли на 1 %, що значно нижче середньорічного показника у 4,5 % (1999 – 2010 рр.), однак показує позитивну динаміку порівняно з падінням у 3 % у 2009 р. [30].

Зниження цін на нерухомість негативно позначилось і на створенні нових об'єктів нерухомості. На початок 2012 р. економічна активність і рівень зайнятості у будівельній промисловості скоротились порівняно з піковими значеннями у 2008 р. на 15 % і 20 % відповідно, і наразі, незважаючи на зусилля ЄЦБ щодо забезпечення ліквідності фінансової системи, чіткі сигнали про стабілізацію ситуації

відсутні. Разом із цим, ситуація у будівельній галузі різних країн Єврозони неоднакова. Так, у період 2004 – 2007 рр. найбільші темпи зростання будівельної галузі відзначалися у Франції, Італії, Нідерландах і особливо в Іспанії; рівень зростання галузі в Німеччині відповідав динаміці цін на нерухомість у цій країні, і був переважно негативним. Після 2008 р. у перших чотирьох країнах відбулось значне зниження темпів зростання будівельної галузі, у Німеччині ж динаміка розвитку галузі практично не змінилась. Певна стабілізація галузі відбулась у 2011 р., однак боргова криза у Єврозоні перервала позитивну динаміку. Лише в Німеччині короткострокові індикатори активності будівельного ринку є позитивними, що пояснюється зростанням інвестицій у нерухомість на тлі невизначеності щодо надійності фінансових активів [30] (рис. 3).

Цікавим є досвід проведення монетарної політики у США. Монетарна політика, яку проводить Федеральна резервна система (далі – ФРС) США, характеризується відносно низьким рівнем ставок і використовує дві основні ставки: дисконтну ставку та цільову ставку рефінансування. Дисконтна ставка встановлюється ФРС та являє собою ставку, під яку банки можуть отримати позику у ФРС

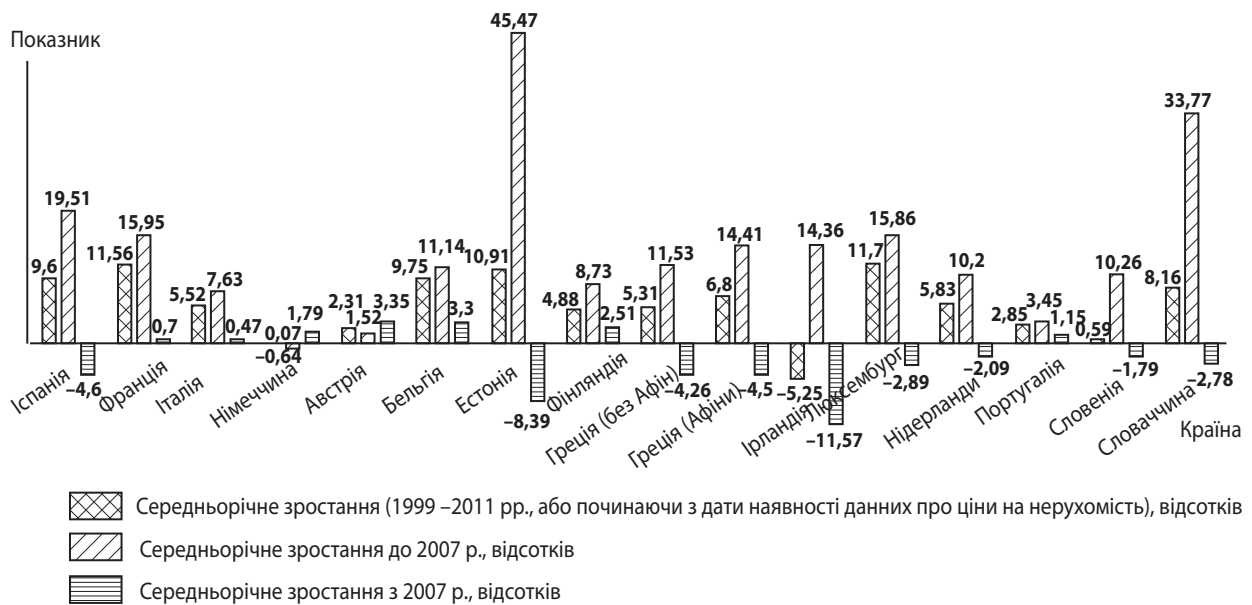


Рис. 3. Середньорічне зростання цін на нерухомість у країнах Єврозони

Джерело: складено автором

під заставу цінних паперів. Дисконтна ставка поділяється на первинну та вторинну: первинна використовується для кредитування комерційних банків і депозитних інститутів із задовільним фінансовим становищем, вторинна – для установ, які не відповідають вимогам для отримання кредитів за первинною дисконтною ставкою. Дисконтна ставка використовується для короткострокових кредитів (зазвичай кредитів овернайт). Разом із цим, для невеликих депозитних інститутів можливе отримання більш довгострокових кредитів за так званою сезонною дисконтною ставкою (наприклад, сезонні кредити для невеликих банків у сільськогосподарських районах і районах, де господарство носить сезонний характер) [31]. Така ставка зазвичай

розраховується як середньоарифметичне між первинною та вторинною. Цільова ставка рефінансування – ставка, що встановлюється ФРС та є основою для формування ефективної ставки рефінансування. У свою чергу, ефективна ставка рефінансування – це ставка, під яку банки позичають надлишки своїх резервів на кореспондентських рахунках ФРС іншим банкам для покриття резервів. Для регулювання ефективної ставки рефінансування ФРС використовує операції на відкритому ринку та нарахування відсотків на обов'язкові та надлишкові резерви банків.

1990 – 1994 рр. характеризувались зниженням дисконтної ставки та цільової ставки рефінансування, що відповідало тогочасній політиці лібералізації фінансового

сектора. Підвищення ставок у 1994 – 1995 рр. обґрунтовувалось інфляційними прогнозами, пов'язаними з низьким рівнем ставок за короткостроковими кредитами [32]. Друге значне підвищення ставок припало на 1999 – 2000 рр., що також обґрунтовувалось інфляційними очікуваннями у зв'язку з перегрівом економіки (зростання сукупного попиту, збільшення рівня кредитування населення) [33]. У 2001 – 2003 рр. відбулось значне зниження ставок ФРС. Рішення про зниження ставок обґрунтовувалось ризиком зниження рівня інфляції, а також необхідністю підтримки економічного зростання, яке оцінювалось як не досить швидке [34]. Період 2004 – 2006 рр. характеризувався значним підвищенням ставок ФРС. Воно було зумовлене позитивною динамікою економічного зростання США та необхідністю стабілізації цін в умовах зростання інфляційного тиску [35]. Починаючи з 2007 р., ФРС проводила політику зниження ставок, обумовлену уповільненням економічного зростання і, особливо, початком кризових явищ на фінансових ринках, насамперед пов'язаних із іпотечним кредитуванням. Відносно низькі ставки, лібералізація регуляторної політики та поява нових фінансових інструментів сприяли стрімкому розвитку ринку нерухомості. З 1991 до 2007 рр. індекс цін на нерухомість зріс на 127 %. При цьому кожне зниження відсоткових ставок сприяло прискоренню зростання цін на ринку. Порівняно з ринком житлової нерухомості, ринок комерційної нерухомості розвивався повільніше. Хоча ФРС вказувала на ризики, пов'язані з перегрівом ринку нерухомості (наприклад, у щорічних доповідях за 2005 р. та 2006 р.), зміна ставок, а також видання рекомендацій щодо управління ризиками вважались достатнім інструментом недопущення кризи.

На кризові явища у фінансовій системі та економіці ФРС відреагувала, окрім зниження ставок, наступними заходами. Тимчасово було підвищено строки надання коштів (до 30 днів за дисконтним вікном, до 90 днів за кредитами). Для надання фінансовим інститутам додаткової ліквідності було розпочато реалізацію низки тимчасових програм: програми строкових аукціонних кредитів (з грудня 2007 р.), через яку заздалегідь обумовлені кошти дисконтного кредиту вікна надаються через аукціон кваліфікованим позичальникам; як забезпечення приймаються державні облигації, облигації агентств і гарантовані ними структуровані іпотечні облигації; програми строкових кредитів під забезпечення цінними паперами (з березня 2008 р.), через яку ФРС надає банкам – первинним дилерам кредити у формі цінних паперів Державної скарбниці під забезпечення інших цінних паперів строком на 28 днів; програми кредитування первинних дилерів (з березня 2008 р. до лютого 2010 р.), через яку надавались кредити первинним дилерам на ринку сек'юритизованих цінних паперів під їх забезпечення; програми викупу забезпечених комерційних паперів пайових фондів грошового ринку (з вересня 2008 р. до вересня 2010 р.), через яку здійснювався викуп якісних, забезпечених активами комерційних цінних паперів у пайових фондах (у зв'язку з бажанням вкладників відкликати свої кошти); програми фінансування викупу комерційних паперів (з жовтня 2008 р. до лютого 2010 р.), через яку здійснювалось придбання комерційних паперів у їх емітентів через уповноважених первинних дилерів; програми фінансування інвесторів грошового ринку

(з жовтня 2008 р.), через яку здійснювався викуп активів у кваліфікованих інвесторів, які мали проблеми з ліквідністю; програми строкового кредитування під забезпечення цінними паперами, забезпеченими активами позичальників (з листопада 2008 р.), через яку надаються кредити без права обігу власникам цінних паперів, створених за допомогою сек'юритизації студентських кредитів, автомобільних кредитів, позик за кредитними картками та позик, гарантованих Адміністрацією малого бізнесу; програми викупу проблемних активів (з жовтня 2008 р.) [36].

Як і ЄЦБ, первинним завданням ФРС є забезпечення стабільності цін; в умовах кризи до цього завдання додалось забезпечення стабільності фінансової системи. Разом із цим, низка таких програм опосередковано була спрямована на відновлення нормального функціонування ринку нерухомості. Через ці програми було здійснено вливання додаткової кількості коштів у фінансову систему, що мало сприяти відновленню кредитування населення та підприємств, зокрема у сфері нерухомості. Разом із цим, відновлення ринку після шоку відбувається досить повільно. Активність на ринку зросла з початку 2012 р., однак із дуже низьких позицій 2011 р. Кількість проданих будинків збільшується, що пояснюється досить низькими цінами та низькими ставками за іпотечним кредитуванням. Разом із цим, досі існують фактори, які обмежують розвиток ринку: негативні очікування щодо доходів і зайнятості населення, а також тенденцій розвитку цін на нерухомість. Окрім цього, умови іпотечного кредитування залишаються несприятливими. Існує проблема перенасичення ринку порожніми об'єктами нерухомості, що обмежує розвиток будівельної галузі. Те ж стосується ринку комерційної нерухомості. Умови фінансування придбання комерційної нерухомості залишаються несприятливими, що обумовлює низьку активність на її ринку [37].

У країнах Єврозони, США застосування монетарних інструментів і їх взаємозв'язок з фінансовою системою ґрунтуються на історичному досвіді. Класичними монетарними інструментами, які застосовуються і мають певний вплив на ринки нерухомості, є ставка рефінансування, ставка за кредитами та ставка за депозитами. За допомогою відсоткових ставок центральні регулятори намагаються стимулювати чи стримувати активну діяльність економічних агентів з метою цінової стабілізації, що в кризових умовах здається замалим, а тому мегарегулятори застосовують ще низки додаткових інструментів-заходів у вигляді програм, про що йшлося вище.

Висновок. Отже, можна вести мову, що ефективність і, відповідно, доцільність використання інструментів монетарної політики для впливу на ринок нерухомості залежить від наступних факторів: глибини проникнення фінансового ринку на ринок нерухомості; очікувань покупців і продавців на ринку нерухомості; інфляційних процесів в економіці; ступеня проникнення іноземного капіталу у фінансову систему; наявності у центрального банку достатньої інформації для прийняття рішень. Все це у комплексі впливає на ринки нерухомості країн світу.

ЛІТЕРАТУРА

1. Historical Changes of the Target Federal Funds and Discount Rates [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.newyorkfed.org/markets/statistics/dlyrates/fedrate.html>

2. Statistical Interactive Database – official Bank Rate history [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bankofengland.co.uk/boeapps/iadb/Repo.asp>
3. Office of Federal Housing Enterprise Oversight Quarterly Report [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.fhfa.gov/webfiles/1190/3q03hpi.pdf>
4. Baks K., Kramer C. Global liquidity and asset prices: measurement, implications and spillovers // Working Paper of the International Monetary Fund, 168 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/1999/wp99168.pdf>
5. Ruffer R., Stracca L. What Is Global Excess Liquidity and Does It Matter? ECB Working Paper 696 // European Central Bank [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ecb.int/pub/pdf/scrpwps/ecbwp696.pdf>
6. Roffia V., Zaghini A. Excess money growth and inflation dynamics // ECB Working Paper 749, European Central Bank [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ecb.int/pub/pdf/scrpwps/ecbwp749.pdf>
7. Adalid R., Detken C. Liquidity Shocks and Asset Price Boom // Bust Cycles. ECB Working Paper 732, European Central Bank [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scrpwps/ecbwp732.pdf>
8. Giese J. V., Tuxen C. K. Global Liquidity and Asset Prices in a Cointegrated VAR // Working Paper, Nuffield College, University of Oxford and Department of Economics, Copenhagen University [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.edge-page.net/jamb2007/papers/GieseandTuxen06-07-2007.pdf>
9. Belke A., Orth W., Setzer R. Liquidity and the Dynamic Pattern of Asset Price Adjustment : A Global View // Journal of Banking and Finance, (34): 1933 – 1945 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.oecd.org/dataoecd/13/4/43687355.pdf>
10. Goodhart Ch., Hofmann V. House prices, money, credit and the macroeconomy // Oxford Review of Economic Policy, 24: 180 – 205 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ecb.int/pub/pdf/scrpwps/ecbwp888.pdf>
11. Dreger Ch., Wolters J. Liquidity and Asset Prices – How Strong Are the Linkages? // Discussion Paper 860, German Institute for Economic Research, Berlin [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.diw.de/documents/publikationen/73/diw_01.c.94897.de/dp860.pdf
12. Demary M. The Link between Output, Inflation, Monetary Policy and Housing Price Dynamics // MPRA Paper 15978, Munich University [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://mpra.ub.uni-muenchen.de/15978/1/MPRA_paper_15978.pdf
13. Jarocinsky M., Smets F. House Prices and the Stance of Monetary Policy // Federal Reserve Bank of St. Louis Review, July-August 2008; 90(4): 339-65 [Електронний ресурс]. // Режим доступу : <http://c.research.stlouisfed.org/publications/review/08/07/Jarocinski.pdf>
14. Gruber J., Lee G. S. Bank Lending Effect on German Commercial Property Prices // University of Regensburg Working Paper in Business, Economics and Management Information Systems 428, University of Regensburg [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://erub.uni-regensburg.de/9397/1/german_bank_lending_07_08.pdf
15. Berlemann M., Freese J. Monetary policy and real estate prices: A disaggregated analysis for Switzerland // HWWI Research paper, No. 2-19 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.hwwi.org/uploads/tx_wilpubdb/HWWI_Research_Paper_2-19_01.pdf
16. Bernanke B., Gertler M. Should Central Banks Respond to Movements in Asset prices? // American Economic Review. – 91(2) – P. 253 – 257.
17. Detken C., Smets F. Asset Price Booms and Monetary Policy // ECB Working Paper 364, European Central Bank [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scrpwps/ecbwp364.pdf>
18. Bordo M., Wheelock D. C. Monetary Policy and Asset Prices: A Look Back at Past U.S. Stock Market Booms // Federal Reserve Bank of St. Louis Review. – November / December 2004. – 86 (6). – P. 19 – 44.
19. Cecchetti S. G., Genberg H., Wadhvani S. Asset Prices in a Flexible Inflation Targeting Framework // NBER Working Paper 8970 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.nber.org/papers/w8970.pdf>
20. Frait J., Komárek L. Monetary Policy and Asset Prices: What Role for Central Banks in New EU Member States? // Prague Economic Papers; University of Economics, Prague. – 2007. – Vol. 2007(1). – P. 3 – 23.
21. Matalík I., Skolkova M., Syrovatka J. Real estate prices and CNB monetary policy // BIS Papers. Real Estate Indicators and Financial Stability. – 2005. – № 21. – P. 184 – 196.
22. Dedu V., Stoica T. The Monetary Policy and the Real Estate Market // Theoretical and Applied Economics. – 2011. – Vol. 18, № 12 (565). – P. 5 – 14.
23. Mohanty M. S., Turner Ph. Monetary policy transmission in emerging market economies: what is new? // BIS Papers. Transmission mechanisms for monetary policy in emerging market economies. – 2008. – № 35. – P. 1 – 60.
24. European Central Bank 2000 Annual Report [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2000en.pdf>
25. European Central Bank 2005 Annual Report [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2005en.pdf>
26. European Central Bank. Key ECB interest rates [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ecb.int/stats/monetary/rates/html/index.en.html>
27. European Central Bank. Statistical Data Warehouse [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2120793>
28. Deutsche Bundesbank. Monatsbericht, Juli 2007 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/Monatsberichte/2007/2007_07_monatsbericht.pdf
29. European Central Bank 2010 Annual Report [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2010en.pdf>
30. European Central Bank 2011 Annual Report [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2011en.pdf>
31. Board of Governors of the Federal Reserve System. 90 Annual Report (2003) [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/rptcongress/annual03/ar03.pdf>
32. Board of Governors of the Federal Reserve System. 82 Annual Report (1995) [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/rptcongress/ann95.pdf>
33. Board of Governors of the Federal Reserve System. 87 Annual Report (2000) [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/rptcongress/annual00/ar00.pdf>
34. Board of Governors of the Federal Reserve System. 90 Annual Report (2003) [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/rptcongress/annual03/ar03.pdf>
35. Board of Governors of the Federal Reserve System. 91 Annual Report (2004) [Електронний ресурс]. – Режим доступу :

<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/rptcongress/annual03/ar03.pdf>

36. Board of Governors of the Federal Reserve System. Monetary Policy Report to the Congress. February 24, 2009 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/20090224_mprfullreport.pdf

37. Board of Governors of the Federal Reserve System. Monetary Policy Report to the Congress. July 17, 2012 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/20120717_mprfullreport.pdf

REFERENCES

Adalid, R., and Detken, C. "Liquidity Shocks and Asset Price Boom" <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp732.pdf>

Baks, K., and Kramer, C. "Global liquidity and asset prices: measurement, implications and spillovers" <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/1999/wp99168.pdf>

Belke, A., Orth, W., and Setzer, R. "Liquidity and the Dynamic Pattern of Asset Price Adjustment: A Global View" <http://www.oecd.org/dataoecd/13/4/43687355.pdf>

Bernanke, B., and Gertler, M. "Should Central Banks Respond to Movements in Asset prices?" *American Economic Review*, no. 91(2): 253-257.

Bordo, M., and Wheelock, D. C. "Monetary Policy and Asset Prices: A Look Back at Past U.S. Stock Market Booms" *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, no. 86(6) (2004): 19-44.

"Board of Governors of the Federal Reserve System. 90 Annual Report (2003)" <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/rptcongress/annual03/ar03.pdf>

"Board of Governors of the Federal Reserve System. 82 Annual Report (1995)" <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/rptcongress/ann95.pdf>

"Board of Governors of the Federal Reserve System. 87 Annual Report (2000)" <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/rptcongress/annual00/ar00.pdf>

"Board of Governors of the Federal Reserve System. 91 Annual Report (2004)" <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/rptcongress/annual03/ar03.pdf>

"Board of Governors of the Federal Reserve System. Monetary Policy Report to the Congress. February 24, 2009" http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/20090224_mprfullreport.pdf

"Board of Governors of the Federal Reserve System. Monetary Policy Report to the Congress. July 17, 2012" http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/20120717_mprfullreport.pdf

Berlemann, M., and Freese, J. "Monetary policy and real estate prices: A disaggregated analysis for Switzerland" http://www.hwwi.org/uploads/tx_wilpubdb/HWWI_Research_Paper_2-19_01.pdf

"Board of Governors of the Federal Reserve System. 90 Annual Report (2003)" <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/rptcongress/annual03/ar03.pdf>

Cecchetti, S. G., Genberg, H., and Wadhvani, S. "Asset Prices in a Flexible Inflation Targeting Framework" <http://www.nber.org/papers/w8970.pdf>

Dedu, V., and Stoica, T. "The Monetary Policy and the Real Estate Market" *Theoretical and Applied Economics* vol. 18, no. 12(565) (2011): 5-14.

Dreger, Ch., and Wolters, J. "Liquidity and Asset Prices – How Strong Are the Linkages?" http://www.diw.de/documents/publikationen/73/diw_01.c.94897.de/dp860.pdf

Demary, M. "The Link between Output, Inflation, Monetary Policy and Housing Price Dynamics" http://mpr.ub.uni-muenchen.de/15978/1/MPRA_paper_15978.pdf

"Deutsche Bundesbank. Monatsbericht, Juli 2007" http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/Monatsberichte/2007/2007_07_monatsbericht.pdf

Detken, C., and Smets, F. "Asset Price Booms and Monetary Policy" <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp364.pdf>

"European Central Bank. Statistical Data Warehouse" <http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2120793>.

"European Central Bank 2010 Annual Report" <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2010en.pdf>

"European Central Bank 2011 Annual Report" <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2011en.pdf>

"European Central Bank 2000 Annual Report" <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2000en.pdf>

"European Central Bank 2005 Annual Report" <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2005en.pdf>

"European Central Bank. Key ECB interest rates" <http://www.ecb.int/stats/monetary/rates/html/index.en.html>

Frait, J., and Komarek, L. "Monetary Policy and Asset Prices: What Role for Central Banks in New EU Member States?" *Prague Economic Papers* vol. 2007(1) (2007): 3-23.

Goodhart, Ch., and Hofmann, B. "House prices, money, credit and the macroeconomy" <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp888.pdf>

Gruber, J., and Lee, G. S. "Bank Lending Effect on German Commercial Property Prices" http://epub.uni-regensburg.de/9397/1/german_bank_lending_07_08.pdf

Giese, J. V., and Tuxen, C. K. "Global Liquidity and Asset Prices in a Cointegrated VAR" <http://www.edge-page.net/jamb2007/papers/GieseandTuxen06-07-2007.pdf>

"Historical Changes of the Target Federal Funds and Discount Rates" <http://www.newyorkfed.org/markets/statistics/dlyrates/fedrate.html>

Jarocinsky, M., and Smets, F. "House Prices and the Stance of Monetary Policy" <http://c.research.stlouisfed.org/publications/review/08/07/Jarocinski.pdf>

Matalik, I., Skolkova, M., and Syrovatka, J. "Real estate prices and CNB monetary policy" *BIS Papers. Real Estate Indicators and Financial Stability*, no. 21 (2005): 184-196.

Mohanty, M. S., and Turner, Ph. "Monetary policy transmission in emerging market economies: what is new?" *BIS Papers. Transmission mechanisms for monetary policy in emerging market economies*, no. 35 (2008): 1-60.

"Office of Federal Housing Enterprise Oversight Quarterly Report" <http://www.fhfa.gov/webfiles/1190/3q03hpi.pdf>

Roffa, B., and Zaghini, A. "Excess money growth and inflation dynamics" <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp749.pdf>

Ruffer, R., and Stracca, L. "What Is Global Excess Liquidity and Does It Matter?" *European Central Bank*. <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp696.pdf>

"Statistical Interactive Database – official Bank Rate history" <http://www.bankofengland.co.uk/boeapps/iadb/Repo.asp>