

**Денежно-кредитная политика и макроэкономика****ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА:  
СПЕЦИФИКА И ОСОБЕННОСТИ  
РЕАЛИЗАЦИИ НА СОВРЕМЕННОМ ЭТАПЕ  
ЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ**Анна КИЮЦЕВСКАЯ<sup>a,b</sup>

<sup>a</sup> Кандидат экономических наук, старший научный сотрудник Центра изучения проблем центральных банков, Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ (119571, Москва, просп. Вернадского, 84).

<sup>b</sup> Эксперт Лаборатории денежно-кредитной политики, Институт экономической политики имени Е. Т. Гайдара (125009, Москва, Газетный пер., д. 3—5).  
E-mail: kiu2003@mail.ru

Оικονομία • Πολιτική

OIKONOMIA • POLITIKA

**Введение**

**М**ировой финансово-экономический кризис и его последствия стали очередной вехой в эволюции целей и задач монетарных властей, траектория которой определяется множеством не только экономических, но и политических факторов.

Для посткризисного этапа экономического развития — с его тесными торговыми и финансовыми взаимосвязями, низкими темпами экономического роста не только развитых, но и крупнейших развивающихся стран — характерно повышение значимости и расширение полномочий монетарных властей. В этот период в полной мере проявились потенциал и гибкость денежно-кредитной политики, вызвавшие оживленную дискуссию о приоритетах монетарных властей. Тем не менее, как свидетельствует мировой опыт, если и не единственной, то одной из основных их целей в современных условиях остается обеспечение ценовой стабильности. Достижение поставленной цели может обеспечиваться в рамках четырех различных режимов денежно-кредитной политики, различающихся не только по-

**Аннотация**

В статье исследуются особенности денежно-кредитной политики, реализуемой в современных условиях центральными банками в контексте эволюции их целей и задач на различных этапах экономического развития. Автор обосновывает утверждение, что выбор целей и задач обусловлен объективными факторами, и делает вывод, что мировой финансово-экономический кризис, обозначивший вызовы и ограничения в выборе направленности денежно-кредитной политики, стал очередной отправной точкой в процессе ее эволюции.

**Ключевые слова:** режим денежно-кредитной политики, монетарные власти, таргетирование, развитые страны, развивающиеся страны.

**JEL:** E52, E66, F33.

становкой конечных задач регулятора, но и выбором промежуточных ориентиров и инструментов денежно-кредитной политики. Речь идет (1) о монетарном таргетировании, (2) о таргетировании обменного курса, (3) об инфляционном таргетировании и (4) о реализации денежно-кредитной политики с множественными целями без явного номинального якоря. Наиболее существенные различия режимов денежно-кредитной политики касаются используемых промежуточных целевых ориентиров. Так, в рамках монетарного таргетирования в этой роли выступают монетарные агрегаты, тогда как в рамках таргетирования обменного курса — уровень или динамика обменного курса национальной валюты. Таргетируя инфляцию, монетарные власти принимают решения на основе оценок изменения динамики потребительских цен и ее соответствия целевой программе или отклонения от нее, выступающих в качестве промежуточных ориентиров денежно-кредитной политики. В данной статье автор акцентирует внимание на объективных предпосылках, определяющих не только выбор целей и задач денежно-кредитной политики, но и особенности ее реализации на современном этапе экономического развития.

### **1. Выбор режима денежно-кредитной политики: теоретические аспекты**

Исследованию особенностей реализации денежно-кредитной политики на различных этапах экономического развития посвящено значительное число теоретических и эмпирических работ, авторы которых приходят к заключению, что выбор режима денежно-кредитной политики определяется рядом экономических факторов, включающих не только размеры и структурные особенности экономики, но и уровень развития финансовой системы. В исследовании [Batini, Laxton, 2007] к числу таких факторов относят: особенности ценообразования (степень государственного регулирования цен, значимость эффекта переноса обменного курса в цены товаров), уровень долларизации экономики, а также степень развития банковского сектора и финансового рынка. Эксперты МВФ [International Monetary Fund, 2006] приходят к выводу, что выбор режима денежно-кредитной политики определяется не только параметрами макроэкономического развития и особенностями финансовых рынков страны, но и регулятивными способностями монетарных властей. Для стран — экспортеров сырья существенное значение в части выбора целей денежно-кредитной политики и механизмов ее реализации, согласно исследованию [Дробышевский и др., 2004], приобретает динамика цен на сырьевые товары, определяющая объемы притока/оттока иностранной валюты по счету текущих операций и, соответственно, динамику обменного курса национальной валюты и основных монетарных показателей.

Кроме того, особенности реализуемой экономической политики в значительной степени определяются параметрами развития финан-

сового сектора. Так, Росс Левин [Levine, 1997], исследуя механизмы воздействия финансового сектора на параметры экономического развития страны, выделяет пять основных каналов: (1) стимулирование торговли, диверсификация и хеджирование рыночных и кредитных рисков; (2) распределение финансовых ресурсов; (3) корпоративное управление; (4) мобилизация сбережений и (5) обслуживание торговых сделок. В ходе исследования автор акцентирует внимание на статистически значимой взаимосвязи между уровнем финансового развития страны и долгосрочными темпами экономического роста (ВВП), валового накопления и потенциалом увеличения производительности труда. В свою очередь, по мнению Левина, параметры и потенциал развития финансового посредничества зависят от степени финансовой либерализации. Как свидетельствует мировая практика, финансовая либерализация, подразумевающая открытие внутренних финансовых рынков для иностранного капитала и соответствующее повышение конкуренции, оказала неоднозначное влияние на параметры развития финансового сектора и экономики в целом. Подтверждением этого стали валютные и банковские кризисы не только в развивающихся, но и в развитых странах (например, в Великобритании, Испании, Италии, Канаде). В общей сложности в 1973—2007 годы зафиксирован 81 валютный кризис<sup>1</sup>, более 50 долговых и 23 банковских кризиса [Улюкаев, 2014]. Последствия экономических кризисов, спровоцированных финансовой либерализацией, детально рассмотрены в исследовании опыта 90 стран (как развитых, так и развивающихся) за период со второй половины 1970-х годов по 1995 год [Caprio, Klingebiel, 1996].

## 2. Особенности реализации денежно-кредитной политики на современном этапе экономического развития

Наиболее распространенным режимом денежно-кредитной политики, ориентированным на достижение ценовой стабильности, в современных условиях является таргетирование обменного курса. Этому режима придерживаются центральные банки 46,6% стран, входящих в МВФ. В 2014 году на их долю приходилось 20,2% мирового ВВП в текущих ценах и 28,5% ВВП по ППС. В то же время принципов инфляционного таргетирования придерживаются монетарные власти более крупных экономик — это 17,8% стран — членов МВФ. В 2014 году они произвели 31,8% мирового ВВП в текущих ценах и 27,2% мирового ВВП по ППС. Иными словами, 46,6% членов МВФ, таргетирующих обменный курс, производят 20,2% мирового ВВП, а 17,8% членов МВФ, придерживающихся режима инфляционного таргетирования, — 31,8% (табл. 1).

<sup>1</sup> Под валютным кризисом понимается номинальное обесценение национальной валюты не менее чем на 25% за год.

Т а б л и ц а 1

## Режимы денежно-кредитной политики, де-факто реализуемые монетарными властями (%)

	Таргетирование обменного курса				Таргетирование монетарных агрегатов	Инфляционное таргетирование	Другие режимы
	доллар	евро	валютные корзины	другие валюты			
2008	33,0	14,4	8,0	3,7	11,7	22,9	6,4
2009	28,7	14,4	7,4	4,3	13,3	15,4	16,5
2010	26,5	14,8	7,9	3,7	13,2	16,4	17,5
2011	25,3	14,2	7,4	4,2	15,3	16,3	17,4
2012	22,6	14,2	6,8	4,2	15,3	16,8	20,0
2013	23,0	14,1	6,8	4,2	13,6	17,8	20,4
2014	22,5	13,6	6,3	4,2	13,1	17,8	22,5
<i>Справочно: в % мирового ВВП</i>							
в текущих ценах	16,0	2,0	2,1	0,1	1,2	31,8	46,5
по ППС	23,5	1,4	3,5	0,1	2,0	27,2	41,5

*Источники:* [IMF, 2014]; расчеты автора.

Наименее распространенный режим денежно-кредитной политики — таргетирование монетарных показателей. Его придерживаются монетарные власти 13% стран, входящих в МВФ, а их вклад в производство мирового ВВП и вовсе незначителен — 1,2% мирового ВВП в текущих ценах и 2,0% ВВП по ППС.

### *Монетарное таргетирование*

По данным МВФ, монетарные показатели в настоящее время таргетируют монетарные власти только 14 стран, в числе которых Малави, Мозамбик, Папуа — Новая Гвинея, Руанда. Наиболее экономически развитыми представителями этой группы являются Сейшельские острова и Уругвай, где величина ВВП на душу населения составляет 16 185,9 долл. и 16 350,7 долл. соответственно, тогда как в подавляющем большинстве стран этой группы на человека приходится менее 722 долл. ВВП (низкий уровень доходов).

В этих странах режим монетарного таргетирования сочетается с гибким режимом курсообразования. В большинстве из них обменные курсы национальных валют формируются под влиянием рыночных факторов в рамках плавающего валютного курса. Это справедливо для стран не только с высоким и средним (Сейшельские острова и Кения), но и с низким уровнем доходов (Мадагаскар, Сьерра-Леоне и Танзания). Управляемое плавание, допускающее участие монетарных властей в процессе курсообразования и наличие валютного коридора, что ограничивает амплитуду колебаний обменного курса, но не препятствует влиянию фундаментальных факторов, применяется в таких странах, как Гамбия, Нигерия, Мьянма и Руанда (табл. 2).

Придерживаться относительно гибких режимов курсообразования монетарным властям слаборазвитых стран позволяет в современных условиях их финансовая замкнутость. За счет ограничения влияния

Т а б л и ц а 2

## Режимы валютных курсов в странах с монетарным таргетированием

Плавающий валютный курс	Управляемое плавание валютного курса
Афганистан	Гамбия
Кения	Мьянма
Мадагаскар	Нигерия
Малави	Руанда
Мозамбик	
Папуа — Новая Гвинея	
Сейшельские острова	
Сьерра-Леоне	
Танзания	

*Примечание:* в случае управляемого плавания валютного курса амплитуда его колебаний в течение шести и более месяцев не превышает 2% и допускается наличие официально обозначенного валютного (операционного) коридора. Траектория движения обменного курса определяется под воздействием рыночных факторов: состояния платежного баланса и международных резервов, мировой экономики и экономик стран — торговых партнеров.

*Источник:* [IMF, 2014].

конъюнктурных колебаний финансовых рынков на движение обменного курса национальной валюты монетарные власти защищают внутренний рынок, снижая тем самым вероятность валютного и банковского кризисов, а также кризисов платежного баланса, риск которых наиболее велик в экономиках с неразвитым финансовым сектором. Максимального значения в 31,7% ВВП глубина финансового сектора<sup>2</sup> в 2010 году достигла в Папуа — Новой Гвинее, тогда как в среднем в этой группе стран она лишь незначительно превышает 22% ВВП.

Однако еще в начале 1970-х годов режим монетарного таргетирования применялся в крупнейших развитых странах: в США, Германии, Великобритании. Де-факто ФРС США приступила к использованию темпов прироста монетарных агрегатов в качестве промежуточных ориентиров в начале 1970-х годов, а в 1975 году перешла к их открытой публикации [Bernanke, Mishkin, 1992]. В 1974 году решение о внедрении принципов монетарного таргетирования было принято Бундесбанком, а уже в 1977 году — Банком Англии, хотя де-факто его принципы использовались с 1974 года.

Отказ органов денежно-кредитного регулирования крупнейших развитых стран от таргетирования монетарных показателей был связан с быстрыми темпами развития финансового посредничества, сопровождавшими рост транснациональных потоков капитала. Уже в конце 1970-х — начале 1980-х годов Лондон приобрел статус международного финансового центра, в 1978 году была открыта Лондонская торговая биржа, в начале 1980 года начал развиваться рынок производных

<sup>2</sup> Индикатор, отражающий степень развития финансового сектора и рассчитываемый как отношение величины внутреннего кредита сектора финансовых корпораций к ВВП (World Development Indicators. <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=world-development-indicators>).

финансовых инструментов и еврооблигаций, открылись Лондонская фьючерсная биржа и Международная фондовая биржа. Эти финансовые инновации спровоцировали рост не только волатильности денежного мультипликатора, но и скорости обращения денежной массы. Последовавшее за этим ослабление корреляции между динамикой денежных агрегатов и целевых макроэкономических переменных привело к снижению эффективности проводимой денежно-кредитной политики [Дробышевский, 2011]. В результате Банк Англии уже в 1987 году был вынужден официально отказаться от использования монетарных показателей в качестве промежуточных индикаторов денежно-кредитной политики. При этом именно в 1980-е годы, когда международный финансовый рынок в Великобритании развивался наиболее быстрыми темпами, внутригодовая скорость обращения широкой денежной массы достигла 29%, что в десять раз превышало ее уровень в Германии (2,9%) и в США (2,4%). Тем не менее и Бундесбанк, политика монетарного таргетирования которого считается одной из наиболее успешных [Clarida, Gertler, 1997; Mishkin, 2001], и ФРС США также были вынуждены отказаться от таргетирования монетарных показателей, хотя и значительно позже (в 1999 году и в 2001 году соответственно).

Помимо быстрых темпов развития финансового сектора для крупных экономик критически важное значение приобретает возможность реализации независимой денежно-кредитной политики. В рамках гипотезы о «невозможной троице» монетарные власти делают выбор между тремя целями: проведением независимой денежно-кредитной политики, сохранением фиксированного обменного курса или обеспечением мобильности капитала [Obstfeld et al., 2005; Aizenman, Chinn, 2009]. Отказавшись от проведения независимой денежно-кредитной политики, монетарные власти получают возможность путем либерализации финансового счета таргетировать обменный курс. Подобную политику проводят в ряде малых стран — таких, например, как Эквадор, Иордания, Катар, Кувейт или Дания.

### *Таргетирование обменного курса*

В настоящее время таргетирование обменного курса остается наиболее распространенным режимом денежно-кредитной политики. Однако отказаться от возможности реализации независимой денежно-кредитной политики — в соответствии с гипотезой о «невозможной троице» — могут позволить себе только малые экономики. Исключением является лишь Китай, вклад которого в производство мирового ВВП в 2013 году достигал 12,5% мирового ВВП в текущих ценах, или 15,7% мирового ВВП по ППС. Более того, по мере глобализации мировой экономики число стран, придерживающихся таргетирования обменного курса, последовательно сокращается (табл. 1). Устойчивые очертания эта тенденция приобрела после краха Бреттон-Вудской системы, в рамках которой действовали ограничения на дви-

жение трансграничного капитала, а обменные курсы национальных валют были зафиксированы по отношению к доллару США.

Эволюция денежно-кредитной политики сопровождалась последовательным повышением гибкости курсовой политики: отказом от жесткой фиксации обменного курса в пользу промежуточных, а затем и гибких режимов курсообразования. Отказ развивающихся стран от таргетирования обменного курса произошел только во второй половине 1990-х годов. Так называемый страх плавания, связанный с рисками снижения ценовой конкурентоспособности производимой продукции, является одним из факторов, вынуждающих монетарные власти развивающихся стран сохранять активное присутствие на внутреннем валютном рынке.

Вызов для развивающихся стран — неизбежное повышение курсовой волатильности при переходе к более гибким режимам курсообразования. Выше всего значимость этого фактора в тех экономиках, где большая часть внешнего долга номинирована в иностранной валюте. Помимо этого серьезные риски для развивающихся стран связаны и с эффектом переноса динамики обменного курса в цены товаров, поскольку значимость данного эффекта в этих странах наиболее существенна [Пономарев и др., 2014]. Тем не менее по мере интеграции в мирохозяйственные процессы и соответствующего увеличения трансграничных потоков капитала монетарные власти развивающихся стран были вынуждены отказываться от принципов таргетирования обменного курса в пользу более гибкого механизма курсообразования и таргетирования инфляции. И если в 1975 году обменные курсы национальных валют только 10% развивающихся стран формировались в рамках гибких режимов курсообразования, то в 1985 году доля таких стран возросла до 25%, а в 1996 году составила уже 52%. Тем не менее доллар США по-прежнему сохраняет лидирующие позиции на мировом валютном рынке, и, как следствие, подавляющее большинство центральных банков таргетируют обменный курс национальной валюты к доллару США. На их долю в 2014 году приходилось 48,3% от общей численности центральных банков, таргетирующих обменные курсы, тогда как обменный курс к евро таргетировали 29,2%, к корзине валют — 13,5%, к другим валютам — не более 9%.

В связи с этим крайне важен тот факт, что доминирующее положение доллара США объективно обусловлено его ролью в мировых торговых и финансовых операциях. США — в первую очередь одна из крупнейших мировых экономик: производимый США ВВП в 2013 году составлял 22,2% от мирового ВВП в текущих ценах и 16,3% по ППС. Для сравнения — в еврозоне производилось лишь 17,4% мирового ВВП в текущих ценах и 12,3% ВВП по ППС. Лидирующие позиции доллар занимает и в структуре дневного оборота валютного рынка, и существенно ослабить их не смогло даже введение евро. Так, на долю доллара в 2013 году приходилось 83%, тогда как на долю евро — всего чуть более 33,4%. Для сравнения — в 2001 году соотношение валют было следующим: 89,9% — вклад доллара, 37,9% — вклад евро (табл. 3).

Структура дневного оборота мирового валютного рынка

	1995		1998		2001		2007		2010		2013	
	%	место										
Доллар США	83,3	1	86,8	1	89,9	1	85,6	1	84,9	1	87,0	1
Евро					37,9	2	37,0	2	39,1	2	33,4	2
Японская иена	24,1	2	21,7	2	23,5	3	17,2	3	19,0	3	23,0	3
Фунт стерлингов			11,0	3	13,0	4	14,9	4	12,9	4	11,8	4
Австралийский доллар			3,0	6	4,3	7	6,6	6	7,6	5	8,6	5
Китайский юань			7,1	4	6,0	5	6,8	5	6,3	6	5,2	6
Канадский доллар			3,5	5	4,5	6	4,3	7	5,3	7	4,6	7

Источник: [BIS, 2013].

Нельзя забывать и о роли доллара США как основной резервной валюты. И хотя его доля в структуре валютных резервов монетарных властей снизилась с 71,5 до 63,8% по состоянию на конец 2001 года и II квартала 2015 года соответственно, она по-прежнему более чем в 3 раза превосходит вклад второй по значимости резервной валюты — евро (20,5%). В конечном счете использование доллара США в качестве номинального якоря реализуемой денежно-кредитной политики и в современных условиях позволяет не только снизить транзакционные издержки, но и хеджировать валютные риски.

Однако в глубоко интегрированной мировой экономике таргетировать обменный курс могут себе позволить только малые экономики. В отличие от стран, таргетирующих монетарные показатели, это преимущественно государства со средним (от 1045 до 12 736 долл. на человека) или с высоким (более 12 736 долл. на человека) уровнем доходов на душу населения<sup>3</sup>, достаточно глубоко интегрированные в мировую экономику. Распространяется это не только на торговые, но и на финансовые взаимоотношения. Только в девяти странах, монетарные власти которых таргетируют обменный курс (Аргентина, Венесуэла, Египет, Камерун, Китай, Центрально-Африканская Республика, Эритрея, Эфиопия, Южный Судан), суммарная величина экспортных и импортных операций с товарами и услугами не превышает 50% ВВП. В то же время бóльшая часть этой группы — страны, открытость которых характеризуется как сильная или критическая<sup>4</sup>, что свидетельствует об

<sup>3</sup> Из группы стран с низким уровнем доходов на душу населения данного режима денежно-кредитной политики придерживаются: Либерия, Камбоджа, Гаити, Эфиопия, Йемен, Гвинея, Демократическая Республика Конго, Бурунди, Бангладеш, Непал, Центрально-Африканская Республика, Того, Нигер, Мали, Гвинея-Бисау, Буркина-Фасо, Бенин, Коморские острова, Эритрея, Зимбабве.

<sup>4</sup> Степень открытости экономики рассчитана как  $(x + m) / GDP$ , где  $x$  и  $m$  — соответственно объемы экспортных и импортных поставок. Открытость экономики слабая, если значение этого индикатора не превышает 30% ВВП, умеренная — от 30 до 50, сильная — от 50 до 70, критическая — более 70% ВВП [IMF, 2012].

их глубокой интеграции в мирохозяйственные процессы. Масштабные поступления финансовых ресурсов на рынки развивающихся стран усиливали курсовое давление, повышая тем самым их уязвимость и вероятность валютных кризисов. В конечном счете увеличение мобильности капитала, либерализация текущих, а затем и финансовых счетов платежных балансов развивающихся стран послужили объективными предпосылками отказа от политики таргетирования обменного курса в пользу инфляционного таргетирования. Речь идет о таких странах, как Чили, Мексика, Колумбия, Бразилия, Таиланд. Более того, внедрению инфляционного таргетирования в большинстве развивающихся стран предшествовала череда валютных и банковских кризисов, что подтверждает невозможность поддержания в открытой экономике фиксированного номинального обменного курса, не говоря уже об управлении динамикой его реальных значений (табл. 4). В результате частота валютных кризисов в 1990-х годах, хотя и уступала показателям 1980-х, значительно превосходила уровень 1970-х годов [Serven, Montiel, 2006].

Т а б л и ц а 4

**Валютные кризисы в странах, перешедших к инфляционному таргетированию**

	Валютные кризисы	Год внедрения инфляционного таргетирования
Австралия	1976, 1983, 1985	1993
Бразилия	1976, 1979, 1983, 1986, 1991, 1999, 2002	1999
Великобритания	1976, 1992	1992
Венгрия	1995	2001
Израиль	1977, 1983	1992
Индонезия	1978, 1983, 1986, 1997, 2000	2005
Исландия	1975, 1978, 1981, 1984	2001
Канада	1981, 1986	1991
Колумбия	1985, 1997	1999
Южная Корея	1980, 1997	1998
Мексика	1976, 1982, 1985, 1994	1999
Новая Зеландия	1975, 1978, 1980, 1984, 1988	1990
Норвегия	1986	2001
Перу	1976, 1978, 1980, 1982, 1985, 1990	2002
Россия	1998	2014
Румыния	1990, 1995	2005
Сербия	2000	2006
Таиланд	1996	2000
Турция	1977, 1981, 1984, 1988, 1994, 1999, 2000	2006
Уругвай	1974, 1982, 1987, 1990, 2002	2007
Филиппины	1997	2002
Чили	1974, 1976, 1982, 1985	1990
Швейцария	1977	2000
Швеция	1992	1993
ЮАР	1975, 1981, 1984, 1989, 1996, 2001	2000

Источники: [Gourinchas, Obstfeld, 2011; Трунин и др., 2015].

Вместе с тем монетарные власти большинства развитых стран приступили к таргетированию инфляции, отказавшись от таргетирования монетарных показателей или от реализации денежно-кредитной политики с множественными целями без явного номинального якоря, минуя режим таргетирования обменного курса. Именно для этой категории стран критически важное значение приобретает возможность осуществления самостоятельной денежно-кредитной политики, что и стало причиной отказа большинства из них от попыток внедрения таргетирования обменного курса. Исключением являются развитые страны, вошедшие в еврозону позже, такие как Испания и Финляндия. В Великобритании режим таргетирования обменного курса де-факто просуществовал только два года. В октябре 1990 года Великобритания присоединилась к соглашению о регулировании валютных курсов европейскими странами (*European Exchange Rate Mechanism*) [Cobham, 2001], а уже в октябре 1992 года Банк Англии приступил к таргетированию инфляции.

### *Инфляционное таргетирование*

Распространение инфляционного таргетирования не только в развитых, но и в развивающихся странах обусловлено нарастающим объемом транснациональных потоков капитала, а также развитием и диверсификацией услуг финансового посредничества. Исследование мирового опыта подтверждает не только отсутствие обязательных требований к стартовому состоянию экономики, при котором внедрялся данный режим денежно-кредитной политики, но и его гибкость [Улюкаев и др., 2008; Трунин и др., 2015; Stone et al., 2009; Petursson, 2010]. В общей сложности инфляционное таргетирование реализуется в 31 стране, что составляет лишь 17,8% от общей численности стран, входящих в МВФ. Однако на долю стран, таргетирующих инфляцию, приходится 31,8% мирового ВВП в текущих ценах и 27,2% мирового ВВП по ППС, что уступает только вкладу государств с множественными целями, в числе которых такие гиганты, как США и страны еврозоны.

Гибкость механизмов реализации инфляционного таргетирования делает его привлекательным для монетарных властей стран, существенно различающихся по уровню экономического развития. С одной стороны, это такие развитые страны, как Великобритания, Канада или Япония, а с другой — Гана и Парагвай. При этом если на момент внедрения инфляционного таргетирования весьма существенно различались и целевые инфляционные ориентиры, то в современных условиях отчетливо прослеживается их конвергенция. Для развитых стран целевым является среднегодовой рост потребительских цен на 1—3%, тогда как в развивающихся странах разброс целевых значений гораздо шире и составляет 2—7%. Более того, в этих странах допускается и более широкий целевой диапазон, достигающий

+/-3 п.п., как, например, в ЮАР. Такой подход расширяет маневренность регуляторов, позволяя избежать чрезмерного ужесточения денежно-кредитной политики при достижении целевого ориентира, ослабить ценовую волатильность и политические риски. В развитых странах широкий целевой диапазон применялся только на этапе внедрения инфляционного таргетирования, например Банком Англии в 1992—1995 годах (табл. 5).

Гораздо реже монетарные власти, таргетирующие инфляцию, задействуют механизмы, позволяющие расширить целевой горизонт, то есть временной интервал, в течение которого должны быть достигнуты количественные инфляционные параметры. Такая мера необходима, во-первых, при достаточно значимых и устойчивых последствиях внешних шоков, а во-вторых, в случае реализации финансовых или кредитных шоков. Потребность в расширении целевого горизонта может возникнуть также в процессе эволюции внешнего шока, затрагивающего межотраслевые взаимосвязи и провоцирующего системные риски. В этих условиях расширение временного горизонта, необходимого для возвращения фактической инфляции в целевой коридор, позволяет регулятору избежать избыточной волатильности как инфляции, так и выпуска. Такой механизм адаптации методов таргетирования инфляции с учетом текущих реалий использовался, например, в Канаде, экономика которой в значительной степени зависит от конъюнктуры мирового сырьевого рынка [Tiff, 2014]. Так, в структуре канадского экспорта в 2014 году, по данным ВТО, на долю сырья приходилось 48,1% (в том числе 33,8% — на экспорт топлива и минеральных полезных ископаемых). Однако отметим, что за более чем двадцатилетний период таргетирования инфляции к расширению временного горизонта Банк Канады прибегал всего девять раз.

Другим механизмом, позволяющим адаптировать принципы таргетирования инфляции к текущим реалиям, является корректировка непосредственно целевого ориентира. Однако данный подход используется монетарными властями крайне редко. Так, например, Банк Бразилии за весь период таргетирования инфляции задействовал его всего дважды. В 2003 году целевой ориентир был повышен на 0,25 п.п. — до 4% с одновременным расширением диапазона допустимого симметричного отклонения фактической инфляции от целевого значения до 2,5 п.п. В 2004 году целевой ориентир был повышен уже на 1,75 п.п. — до 5,5% годовых, сохранив при этом ширину целевого диапазона, что в конечном счете способствовало повышению эффективности таргетирования инфляции Банком Бразилии. Так, за 16,5 года таргетирования инфляции в Бразилии ее фактические значения выходили за пределы целевого коридора в 72 случаях (36% от общего числа наблюдений), в том числе в 46 случаях (23% от общего числа наблюдений) более чем на 1 п.п., тогда как с 2004 года — всего в 29 случаях (21%), а более чем на 1 п.п. — в 9 случаях (6%).

Т а б л и ц а 5

Количественные целевые ориентиры монетарных властей отдельных стран

Развитые страны		Развивающиеся страны	
Израиль	1992: 14–15%	Чили	1991: 18%
	1995: 7–10%		1997: 5,5%
	1993: 10%		1992: 15–20%
	2000: 3–4%		1998: 4,5%
	1994: 8%		1993: 10–12%
	2001: 2,5–3,5%		1999: 4,3%
Австралия	1995: 8–11%	Перу	2000: 3,5%
	2002: 2–3%		2001–2006: 2–4%
	С 2003 по настоящее время: 1–3%		1995: 8%
Канада	1996: 8–10%	Бразилия	1996: 6,5%
	С 1993 по настоящее время: 2–3%		С 2002: 2,5% +/-1 п.п.
	Декабрь 1992: 2–4%;		1999: 8% +/-2 п.п.
	Июнь 1994: 1,5–3,5%		2003: 4% +/-2,5 п.п.
Новая Зеландия	Декабрь 1995 по настоящее время: 1–3%	Мексика	2000: 6% +/-2 п.п.
	1990: 3–5%		2004: 5,5% +/-2,5 п.п.
	1993–1996: 0–2%		2005–2016: 4,5% +/-2,5 п.п.
Швеция	1991: 2,5–4,5%	ЮАР	2001: 4% +/-2 п.п.
	1992: 1,5–3,5%		2002: 3% +/-2 п.п.
	С сент. 2002: 1–3%		1995: 19%
Великобритания	С 1995: 2% +/-1 п.п.	Индонезия	2000: 10%
	1992–1995: 1–4%		1996: 10%
	С 1996: 2,5%		2001: 6,5%
	С июня 2003 по настоящее время: 2%		1997: 15%
			1998: 12%
			2002: 4,5%
			2003: 3%
			С 2002 по настоящее время: 3–6%
			2007: 6% +/-1 п.п.
			2008: 5% +/-1 п.п.
			2009: 4,5% +/-1 п.п.
			2010–2011: 5% +/-1 п.п.
			2012–2014: 4,5% +/-1 п.п.
			2015: 4% +/-1 п.п.

Источники: [Schaechter et al., 2000]; официальные сайты центральных банков.

Помимо этого, согласно результатам исследований [Ball, Sheridan, 2004; Gonçalves, Salles, 2008; Трунин и др., 2015], об эффективности реализации инфляционного таргетирования свидетельствует как замедление динамики потребительских цен, так и снижение ценовой волатильности и волатильности выпуска. Изменение этих индикаторов в Бразилии подтверждает значимое повышение эффективности таргетирования инфляции после 2004 года. Так, средний темп прироста потребительских цен за месяц в 2004—2007 годах замедлился до 5,3% в годовом исчислении при снижении ценовой волатильности до 30,8%. Для сравнения — в 1999—2003 годах рост цен достигал 8,7% в аналогичном исчислении, а его волатильность превышала 42,5% (табл. 6).

Т а б л и ц а 6

## Волатильность инфляции и выпуска (%)

	Январь 1981 — март 1999	Апрель 1999 — декабрь 2003	Январь 2004 — декабрь 2007	Январь 2008 — июнь 2015
<b>ИПЦ</b>				
средний темп прироста за месяц, к соответствующему периоду предыдущего года	717,6	8,7	5,3	5,9
стандартное отклонение	1209,9	3,7	1,6	1,0
волатильность	168,6	42,5	30,8	16,5
<b>ВВП*</b>				
средний темп прироста за квартал, к соответствующему периоду предыдущего года	2,2	2,2	4,5	2,9
стандартное отклонение	3,8	2,0	1,5	3,2
волатильность	171,9	90,6	34,5	113,6

\* Данные с I квартала 1996 года.

Источники: International Monetary Fund. International Financial Statistics, 2015; расчеты автора.

Однако наибольшее отклонение фактической инфляции от целевых значений было зафиксировано в 2014—2015 годах, что, по мнению специалистов Банка Бразилии, спровоцировано влиянием не только внутренних, но и внешних, то есть выходящих за пределы компетенции регулятора, факторов<sup>5</sup>. При этом отметим, что решения Банка Бразилии об изменении процентных ставок принимаются прежде всего на основе анализа динамики потребительских цен. Как следствие — несмотря на падение объемов производства в ответ на усиление инфляционного давления, в 2014—2015 годах Банк Бразилии прибег к ужесточению денежно-кредитной политики. Ключевая процентная ставка (*selic rate*) была повышена с 11 до 14,25% годовых в октябре 2014 года и в июле 2015 года соответственно и сохраняется на том же уровне, несмотря на дальнейшее сокращение объемов промышленного производства.

<sup>5</sup> Central Bank of Brazil. Minutes of the 192<sup>nd</sup> Meeting of the Monetary Policy Committee (Copom). 13.08.2015. <http://www.bcb.gov.br/?MINUTES>.

*Особенности денежно-кредитной политики  
в посткризисный период*

Характерной чертой посткризисного периода является повышенное внимание монетарных властей как развивающихся, так и развитых стран к параметрам экономического развития, выступающим в качестве ограничения, определяющего направленность денежно-кредитной политики. При этом не только риски, связанные с достижением цели по обеспечению ценовой стабильности, соотносятся с рисками замедления или ускорения темпов экономического роста, но и возможности реализации стимулирующей денежно-кредитной политики — с инфляционными рисками.

Характерно это не только для монетарных властей, реализующих денежно-кредитную политику с множественными целями без явного номинального якоря, — таких как ФРС США, ЕЦБ и, например, Резервный банк Индии, но и для таргетирующих инфляцию. Так, например, Банк Японии при принятии решений в области денежно-кредитной политики, основная цель которой заключается в обеспечении ценовой стабильности, руководствуется оценками различных макроэкономических рисков, в том числе связанных с ожидаемыми темпами экономического роста. В то же время Банк Англии, реализуя денежно-кредитную политику, стремится обеспечить ценовую стабильность, означающую низкую инфляцию, и создает тем самым условия для достижения экономических целей правительства, касающихся экономического роста и занятости. Подтверждает это и использование нестандартных мер денежно-кредитной политики не только ФРС США и ЕЦБ, но и Банком Англии и Банком Японии [Горюнов, Трунин, 2013; Замараев, Киюцевская, 2015].

Более того, в декабре 2012 года в качестве целевого ориентира, определяющего направленность денежно-кредитной политики, ФРС США начала использовать уровень безработицы. Как минимум до его уменьшения ниже отметки в 6,5% планировалось сохранять ключевую процентную ставку на исключительно низком уровне в 0—0,25% годовых. В августе 2013 года этому примеру последовал и Банк Англии, обозначивший в качестве целевого ориентира уровень безработицы в 7%. Подобный шаг со стороны не только ФРС США, реализующей денежно-кредитную политику без явного номинального якоря, но и Банка Англии, таргетирующей инфляцию, нацелен на снижение неопределенности и рисков, сопряженных с неизбежным повышением ключевых процентных ставок. Тем не менее решение о повышении целевого диапазона ФРС США было принято только в декабре 2015 года с учетом комплекса факторов, в числе которых динамика потребительской и инвестиционной активности, потребительской инфляции. При этом отметим, что до целевого значения уровень безработицы в США опустился уже в апреле 2014 года, когда относительная численность безработных снизилась до 6,2%.

Помимо этого в настоящее время, с учетом возрастающей роли финансового сектора, полномочия монетарных властей включают обеспечение как ценовой стабильности, так и стабильности финансовой системы, выходящей за пределы банковского сектора и охватывающей деятельность прочих финансовых корпораций и финансового рынка в целом. В то же время, как свидетельствуют результаты исследований [Bean, 2003; Detken, Smets, 2004], цели по достижению ценовой и финансовой стабильности в рамках реализуемой денежно-кредитной политики могут не только дополнять друг друга, но и противоречить друг другу. Подтверждают это и тенденции, сформировавшиеся, например, в посткризисный период (в 2010—2015 годы) в странах еврозоны, когда стремительный рост цен на финансовые активы и формирование «пузыря» на финансовом рынке противоречили целям по преодолению дефляционных рисков и стимулированию экономики. Схожая ситуация характерна и для экономики Китая, где реализация стимулирующих мер привела к формированию «пузыря» на финансовом рынке [Киюцевская, Трунин, 2015]. Противоречия между целями по достижению ценовой стабильности, с одной стороны, и финансовой — с другой, могут возникать и в случае накопления значительной величины государственного долга. В этих условиях стремление монетарных властей снизить стоимость его обслуживания и обеспечить снижение процентных ставок в экономике провоцирует избыточный спрос (в том числе и на рискованные активы), дестабилизируя ситуацию на финансовых рынках даже при отсутствии негативных инфляционных тенденций (Япония). В то же время существенные риски сопряжены с определением фундаментально обоснованного уровня цен на финансовые активы, отклонение от которого свидетельствует о формировании «пузыря» на финансовом рынке [BoGIO, Lowe, 2002]. Однако последствия мирового финансово-экономического кризиса, зародившегося в сфере ипотечного кредитования в США, а уже затем распространившегося по каналам межотраслевых взаимосвязей и принявшего глобальные масштабы, наглядно продемонстрировали, что стабильность финансовой системы, выходящей за пределы банковского сектора, является необходимым, хотя и недостаточным условием поддержания сбалансированного экономического роста. В связи с этим характерным для посткризисного периода стало, во-первых, наделение центральных банков полномочиями по обеспечению устойчивости прочих финансовых корпораций и финансового рынка и, во-вторых, признание необходимости усиления регулирующих и надзорных функций монетарных властей.

Если традиционно в процессе эволюции целей и задач монетарных властей выделяют три этапа, границами которых служат Великая депрессия 1930-х и период Великой инфляции 1970-х годов [Singleton, 2010], то в настоящее время правомерно выделить и четвертый этап,

началом которого стал мировой финансово-экономический кризис 2008—2009 годов:

- на первом этапе задачи монетарных властей определялись требованиями золотого стандарта, в соответствии с которыми основные «общественные» функции частных центральных банков заключались в обеспечении конвертируемости национальной валюты в золото, в стабильности платежной системы и в предоставлении кредитов органам государственного управления;
- последствия Великой депрессии — масштабная дефляция и падение объемов производства — поставили во главу угла необходимость поддержания занятости и ценовой стабильности, обеспечения устойчивости платежного баланса и обменного курса национальных валют к доллару США;
- в период Великой инфляции 1970-х годов полномочия монетарных властей начинают выводить из ведения правительства, а их основной функцией становится достижение ценовой стабильности;
- мировой экономический кризис поставил перед центральными банками две ключевые задачи, касающиеся, во-первых, совершенствования механизмов банковского регулирования и финансового надзора и, во-вторых, обеспечения не только ценовой, но и финансовой стабильности.

Таким образом, мировой финансово-экономический кризис, продемонстрировавший особенности современной мировой экономики (с тесными торговыми и финансовыми взаимосвязями, распространением и диверсификацией финансового посредничества, уже не ограничивающегося банковскими услугами), обусловил не только расширение полномочий монетарных властей, но и обозначил новые задачи. Их возможные решения определяют направления дальнейшего совершенствования денежно-кредитной политики и развития мировой экономики в целом.

### Заключение

Особенности денежно-кредитной политики определяются объективными факторами, к которым относятся не только структурные параметры и уровень развития экономики, но и степень ее интегрированности в мирохозяйственные — и прежде всего в финансовые — взаимоотношения. В конечном счете выбор целей и задач монетарных властей каждой конкретной страны ограничивается достаточно узким диапазоном. Для крупных экономик критически важной является возможность реализации независимой денежно-кредитной политики, что в сочетании со снятием ограничений на движение капитала реализуемо в рамках либо инфляционного таргетирования, либо денежно-кредитной политики без явного номинального якоря. Однако существенное влияние на механизмы реализации денежно-кредитной политики и ее целевые ориентиры оказывают и особенности развития мировой экономики. При этом, как показал мировой финансово-экономический кризис 2008—2009 годов,

одной из характерных черт денежно-кредитной политики, реализуемой на современном этапе экономического развития, является ее гибкость, позволяющая учитывать тесные — не только торговые, но и финансовые — взаимосвязи. В этих условиях одной из основных задач монетарных властей становится достижение и поддержание стабильности финансовой системы, выходящей за пределы банковского сектора.

### Литература

1. Горюнов Е., Трунин П. Банк России на перепутье: нужно ли смягчать денежно-кредитную политику? // Вопросы экономики. 2013. № 6. С. 29—44.
2. Дробышевский С. М. Количественные измерения денежно-кредитной политики Банка России. М.: Дело, 2011.
3. Дробышевский С., Козловская А., Трунин П. Выбор денежно-кредитной политики в стране — экспортере нефти. М.: ИЭПП, 2004.
4. Замараев Б. А., Киюцевская А. М. Российская экономика в контексте мировых трендов // Вопросы экономики. 2015. № 2. С. 32—48.
5. Киюцевская А., Трунин П. Турбулентность на мировых финансовых рынках: причины и риски // Экономическое развитие России. 2015. № 11. С. 16—18.
6. Пономарев Ю., Трунин П., Улюкаев А. Эффект переноса динамики обменного курса на цены в России // Вопросы экономики. 2014. № 3. С. 21—35.
7. Трунин П. В., Божечкова А. В., Киюцевская А. М. О чем говорит мировой опыт инфляционного таргетирования? // Деньги и кредит. 2015. № 4. С. 61—67.
8. Улюкаев А. В. Болезненная трансформация мировой экономики. М.: Изд-во Института Гайдара, 2014.
9. Улюкаев А., Дробышевский С., Трунин П. Перспективы перехода к режиму таргетирования инфляции в РФ // Вопросы экономики. 2008. № 1. С. 46—57.
10. Aizenman J., Chinn M. D., Ito H. The emerging global financial architecture: Tracing and evaluating the new patterns of the trilemma configuration // Journal of International Money and Finance. 2010. No 29. P. 615—641.
11. Ball L. M., Sheridan N. Does inflation targeting matter? // The inflation-targeting debate / B. S. Bernanke, M. Woodford (eds.). Chicago: University of Chicago Press for the National Bureau of Economic Research, 2004. P. 249—282.
12. Batini N., Laxton D. Under what conditions can inflation targeting be adopted? The experience of emerging markets // Monetary policy under inflation targeting / F. Mishkin, K. Schmidt-Hebbel (eds.). Santiago, Chile: Central Bank of Chile, 2007.
13. Bean C. Asset prices, financial imbalances and monetary policy: Are inflation targets enough? // BIS Working Paper. 2003. No 140.
14. Bernanke B., Mishkin F. Central bank behavior and the strategy of monetary policy: Observations from six industrialized countries // NBER Macroeconomics annual / O. Blanchard, S. Fischer (eds.). Cambridge, MA: MIT Press, 1992.
15. BIS. Triennial central bank survey. Foreign exchange turnover in april 2013: Preliminary global results. Basel: Bank for International Settlements, 2013.
16. Borio C., Lowe P. Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus // BIS Working Paper. 2002. No 114.
17. Caprio G., Klingebiel D. Bank insolvencies: Cross-country experience // World Bank Policy Research Working Paper. 1996. No 1620.
18. Clarida R., Gertler M. How the Bundesbank conducts monetary policy // Reducing inflation: Motivation and strategy / C. D. Romer, D. H. Romer (eds.). Chicago: National Bureau of Economic Research, 1997.
19. Cobham D. The making of monetary policy in the UK, 1975—2000 // Financial economics and quantitative analysis series / S. Hall (ed.). Chichester: John Wiley & Sons, 2001.

20. *Detken C., Smets F.* Asset price booms and monetary policy // European Central Bank Working Paper. 2004. No 364.
21. *Gourinchas P. O., Obstfeld M.* Stories of the twentieth century for the twenty-first // NBER Working Paper. 2011. No 17252.
22. *Gonçalves C. E. S., Salles J. M.* Inflation targeting in emerging economies: What do the data say? // Journal of Development Economics. 2008. Vol. 85. No 1/2. P. 312–318.
23. *IMF.* Monetary policy implementation at different stages of market development. Washington, DC: International Monetary Fund, 2006.
24. *IMF.* World economic outlook: Coping with high debt and sluggish growth. Washington, DC: International Monetary Fund, 2012.
25. *IMF.* Annual report on exchange arrangements and exchange restrictions. Washington, DC: International Monetary Fund, 2014.
26. *Levine R.* Financial development and growth: Views and agenda // Journal of Economic Literature. 1997. Vol. 35. No 2. P. 688–726.
27. *Mishkin F. S.* From monetary targeting to inflation targeting: Lessons from industrialized countries // World Bank Policy Research Working Paper. 2001. No 2684.
28. *Obstfeld M., Shambaugh J. C., Taylor A. M.* The trilemma in history: tradeoffs among exchange rates, monetary policies, and capital mobility // Review of Economics and Statistics. 2005. Vol. 87. No 3. P. 423–438.
29. *Petursson T. G.* Inflation control around the world: Why are some countries more successful than others? // Twenty years of inflation targeting: Lessons learned and future prospects / D. Cobham, Ø. Eitrheim, S. Gerlach, J. F. Qvigstad (eds.). Cambridge: Cambridge University Press, 2010.
30. *Schaechter A., Stone M. R., Zelmer M.* Adopting inflation targeting: Practical issues for emerging market countries // IMF Occasional Paper. 2000. No 202.
31. *Serven L., Montiel P.* Macroeconomic stability: The more, the better? // Economic growth in the 1990s: Learning from a decade of reform. Washington, DC: World Bank, 2006.
32. *Singleton J.* Central banking in the twentieth century. Cambridge: Cambridge University Press. 2010.
33. *Sterne G.* The use of explicit targets for monetary policy: practical experiences of 91 economies in the 1990s // Bank of England Quarterly Bulletin. 1998. Vol. 39. No 3. P. 272–281.
34. *Stone M., Roger S., Shimizu S., Nordstrom A., Kisinbay T., Restepo J.* The role of the exchange rate in inflation-targeting emerging economies // IMF Occasional Paper. 2009. No 267.
35. *Tiff M.* Flexible inflation targeting and “good” and “bad” disinflation. Mimeo, Bank of Canada, 2014.

Ekonomicheskaya Politika, 2016, vol. 11, no. 2, pp. 92–111

**Anna KIYUTSEVSKAYA<sup>a,b</sup>**, Cand. Sci. (Econ.). E-mail: kiu2003@mail.ru.

<sup>a</sup> Gaidar Institute for Economic Policy (3-5, Gazetny per., Moscow, 125009, Russian Federation).

<sup>b</sup> Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (82, Vernadskogo prosp., Moscow, 119571, Russian Federation).

### **Monetary Policy: The Specifics and Features of Implementation at the Present Stage of Economic Development**

#### **Abstract**

The article examines characteristics of central banks' monetary policy in current conditions in the context of the evolution of their goals and objectives at different stages

of economic development. Arguing that the choice of goals and objectives are identified by objective factors, the author concludes that the global crisis, responding the challenges and constraints in choosing the directions of monetary policy has become the next starting point in its evolution.

*Key words:* monetary policy regime, monetary authorities, targeting, developed and developing countries.

*JEL:* E52, E66, F33.

### References

1. Goryunov E., Trunin P. Bank of Russia at the cross-roads: Should monetary policy be eased? *Voprosy Ekonomiki*, 2013, no. 6, pp. 29-44.
2. Drobyshevsky S. *Quantitative measurements of the monetary policy of the Bank of Russia*. Moscow: Delo, 2011.
3. Drobyshevsky S., Kozlovskaya A. Trunin P. *Monetary policy options for an oil exporting country*. Moscow: Gaidar Institute Publ., 2004.
4. Zamaraev B., Kiyutsevskaya A. Russian economy in the context of world trends. *Voprosy Ekonomiki*, 2015, no. 2, pp. 32-48.
5. Kiyutsevskaya A., Trunin P. Global financial market turbulence: Factors and risks. *Ekonomicheskoe razvitiie Rossii*, 2015, no. 11, pp. 16-18.
6. Ponomarev Y., Trunin P., Ulyukaev A. Exchange rate pass-through in Russia. *Voprosy Ekonomiki*, 2014, no. 3, pp. 21-35.
7. Trunin P., Bozhechkova A., Kiyutsevskaya A. Inflation targeting: What does the world experience say? *Money and Credit*, 2015, no. 4, pp. 61-67.
8. Ulyukaev A. *Painful transformation of the global economy*. Moscow: Gaidar Institute Publ., 2014.
9. Ulyukaev A., Drobyshevsky S., Trunin P. Prospects of the initiation of inflation targeting in RF. *Voprosy Ekonomiki*, 2008, no. 1, pp. 46-57.
10. Aizenman J., Chinn M. D., Ito H. The emerging global financial architecture: Tracing and evaluating the new patterns of the trilemma configuration. *Journal of International Money and Finance*, 2010, no. 29, pp. 615-641.
11. Ball L. M., Sheridan N. Does inflation targeting matter? In: B. S. Bernanke, M. Woodford (eds.). *The inflation-targeting debate*. Chicago: University of Chicago Press for the National Bureau of Economic Research, 2004, pp. 249-282.
12. Batini N., Laxton D. Under what conditions can inflation targeting be adopted? The experience of emerging markets. In: F. Mishkin, K. Schmidt-Hebbel (eds.). *Monetary policy under inflation targeting*. Santiago, Chile: Central Bank of Chile, 2007.
13. Bean C. Asset prices, financial imbalances and monetary policy: Are inflation targets enough? *BIS Working Paper*, 2003, no. 140.
14. Bernanke B., Mishkin F. Central bank behavior and the strategy of monetary policy: Observations from six industrialized countries. In: O. Blanchard, S. Fischer (eds.). *NBER Macroeconomics annual*. Cambridge, MA: MIT Press, 1992.
15. BIS. *Triennial central bank survey. Foreign exchange turnover in april 2013: Preliminary global results*. Basel: Bank for International Settlements, 2013.
16. Borio C., Lowe P. Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus. *BIS Working Paper*, 2002, no. 114.
17. Caprio G., Klingebiel D. Bank insolvencies: Cross-country experience. *World Bank Policy Research Working Paper*, 1996, no. 1620.
18. Clarida R., Gertler M. How the Bundesbank conducts monetary policy. In: C. D. Romer, D. H. Romer (eds.). *Reducing inflation: Motivation and strategy*. Chicago: National Bureau of Economic Research, 1997.
19. Cobham D. The making of monetary policy in the UK, 1975—2000. In: S. Hall (ed.). *Financial economics and quantitative analysis series*. Chichester: John Wiley & Sons, 2001.
20. Detken C., Smets F. Asset price booms and monetary policy. *European Central Bank Working Paper*, 2004, no. 364.

21. Gourinchas P. O., Obstfeld M. Stories of the twentieth century for the twenty-first. *NBER Working Paper*, 2011, no. 17252.
22. Gonçalves C. E. S., Salles J. M. Inflation targeting in emerging economies: What do the data say? *Journal of Development Economics*, 2008, vol. 85, no. 1/2, pp. 312-318.
23. IMF. *Monetary policy implementation at different stages of market development*. Washington, DC: International Monetary Fund, 2006.
24. IMF. *World economic outlook: Coping with high debt and sluggish growth*. Washington, DC: International Monetary Fund, 2012.
25. IMF. *Annual report on exchange arrangements and exchange restrictions*. Washington, DC: International Monetary Fund, 2014.
26. Levine R. Financial development and growth: Views and agenda. *Journal of Economic Literature*, 1997, vol. 35, no. 2, pp. 688-726.
27. Mishkin F. S. From monetary targeting to inflation targeting: Lessons from industrialized countries. *World Bank Policy Research Working Paper*, 2001, no. 2684.
28. Obstfeld M., Shambaugh J. C., Taylor A. M. The trilemma in history: tradeoffs among exchange rates, monetary policies, and capital mobility. *Review of Economics and Statistics*, 2005, vol. 87, no. 3, pp. 423-438.
29. Petursson T. G. Inflation control around the world: Why are some countries more successful than others? In: D. Cobham, Ø. Eitrheim, S. Gerlach, J. F. Qvigstad (eds.). *Twenty years of inflation targeting: Lessons learned and future prospects*. Cambridge: Cambridge University Press, 2010.
30. Schaechter A., Stone M. R., Zelmer M. Adopting inflation targeting: Practical issues for emerging market countries. *IMF Occasional Paper*, 2000, no. 202.
31. Serven L., Montiel P. Macroeconomic stability: The more, the better? *Economic growth in the 1990s: Learning from a decade of reform*. Washington, DC: World Bank, 2006.
32. Singleton J. *Central banking in the twentieth century*. Cambridge: Cambridge University Press, 2010.
33. Sterne G. The use of explicit targets for monetary policy: practical experiences of 91 economies in the 1990s. *Bank of England Quarterly Bulletin*, 1998, vol. 39, no. 3, pp. 272-281.
34. Stone M., Roger S., Shimizu S., Nordstrom A., Kisinbay T., Restepo J. The role of the exchange rate in inflation-targeting emerging economies. *IMF Occasional Paper*, 2009, no. 267.
35. Tiff M. *Flexible inflation targeting and "good" and "bad" disinflation*. Mimeo, Bank of Canada, 2014.