

КУРСОВАЯ ПОЛИТИКА БАНКА РОССИИ В СИСТЕМЕ ОБЕСПЕЧЕНИЯ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ СТАБИЛЬНОСТИ

Александр Николаевич СУХАРЕВ

доктор экономических наук, профессор кафедры конституционного, административного и таможенного права,
Тверской государственной университет, Тверь, Российская Федерация
su500005@yandex.ru

История статьи:

Принята 29.12.2015

Одобрена 09.02.2016

УДК 338.22

JEL: E58

Ключевые слова:

макроэкономическая
стабильность, денежно-
кредитная политика, курсовая
политика, таргетирование
инфляции, Банк России

Аннотация

Предмет. В статье рассмотрена курсовая политика Банка России.

Цели. Изучение особенностей выбора курсовой политики Банком России для обеспечения макроэкономической стабильности в стране.

Методология. Методологическую основу исследования составили формальная логика и системный подход к анализу сложных макроэкономических явлений и процессов.

Результаты. Раскрыты современные теоретические представления о связи инфляции с достижением экономикой положений «полной занятости» и «полного объема производства». Рассмотрены преимущества и недостатки различных режимов валютного курса и использования номинального якоря в денежно-кредитной политике как средства поддержания стабильности уровня цен (средства снижения инфляции). Показано, что оказывается трудно или практически невозможно одновременно использовать два «номинальных якоря»: фиксированный курс национальной валюты и фиксированное значение денежного предложения Центрального банка (для России это эквивалентно понятию «фиксированное значение денежной базы» в узком определении). Дан анализ возможной курсовой политики Банка России, направленной на поддержание сбалансированности федерального бюджета, отмечены ее преимущества и недостатки.

Выводы. В России курс рубля выступает средством сбалансирования не только платежного баланса, но и федерального бюджета. При этом трудно одновременно достичь этих целей при одном значении курса национальной валюты. В настоящее время в РФ используется режим валютного курса, при котором происходит полное сбалансирование платежного баланса. Вместе с тем возможен переход на режим валютного курса полного сбалансирования федерального бюджета. В этом случае не возникнет проблем с финансированием дефицита данного бюджета и не потребуется увеличивать государственный долг и создавать государственные финансовые резервы. Однако такой валютный режим в меньшей степени способен стабилизировать национальную экономику. Кроме того, он связан с необходимостью создания значительных международных резервов.

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2015

Центральный банк должен реализовывать меры денежно-кредитной политики, направленные на обеспечение макроэкономической стабильности. В рамках этого направления он может ставить цели по достижению тех или иных макроэкономических показателей. Принято считать, что центральные банки не обладают инструментами, прямо воздействующими на экономический рост. Их главная задача в этой области состоит в создании таких макроэкономических условий (низкие процентные ставки, низкий уровень инфляции и пр.), при которых возможен рост экономики.

Центральные банки часто оказываются мишенью для острой критики. В них общество видит всемогущие «рычаги» для решения экономических проблем, а макроэкономические шоки воспринимаются как результат просчета денежных властей.

В современной экономической науке не существует единого взгляда на характер взаимозависимости между темпами инфляции и отклонением фактического ВВП от его потенциального значения. Неоклассики исходят из существования кривой Филипса, в соответствии с которой уровни инфляции и безработицы являются альтернативами, что соответствует наличию отрицательной взаимосвязи между уровнем инфляции и отклонениями фактического ВВП от его потенциального значения [1, 2]. А новые кейнсианцы полагают, что взаимосвязь между этими важнейшими макроэкономическими показателями носит положительный характер, что само по себе является, по их оценке, «божественным совпадением» [3–6]. Благодаря этому, Центральный банк не сталкивается с необходимостью выбора между темпами инфляции и безработицы. Снижая темпы инфляции и тем самым обеспечивая макроэкономическую стабильность, Центральный

банк одновременно восстанавливает фактический уровень ВВП до его потенциального значения.

Следует отметить, что в действительности все обстоит намного сложнее: необходимо учитывать многие дополнительные факторы (в том числе временной), чтобы каждый раз давать оценку степени зависимости между темпами инфляции и отклонениями фактического ВВП от его потенциального значения.

Итак, в экономической науке до сих пор не существует однозначного представления о роли инфляции в достижении макроэкономической стабильности. Воззрения представителей новой классической макроэкономики и новых кейнсианцев оказываются диаметрально противоположными.

Центральные банки в 1980-х гг. контролировали инфляцию посредством управления денежным предложением. Осуществлялась монетаристская политика таргетирования денежного предложения. Однако проблема состоит в том, что спрос на деньги не является стабильным. Поэтому в условиях стабильности денежного предложения это приводило к колебаниям в темпах инфляции. С начала 1990-х гг. доминирующим режимом денежно-кредитной политики ряда западных центральных банков стало таргетирование инфляции в условиях свободных валютных курсов [7, 8].

Принято считать, что инфляционное таргетирование выступает якорем инфляционных ожиданий [9]. Свобода действий Центрального банка в рамках денежно-кредитной политики ограничивается только заданием целевого показателя по инфляции. В остальном он должен реализовывать любые меры денежно-кредитной политики в их взаимосвязи, которые позволили бы достичь цели по инфляции [10].

В экономической теории и практике принято исходить из того, что Центральный банк в целях поддержания устойчивости уровня цен может использовать механизм номинального якоря. Суть его состоит в следующем: чтобы сохранить неизменным (или близким к этому) уровень цен, должен оставаться постоянным какой-либо ключевой показатель, который детерминирует уровень цен [11–14]. В качестве номинального якоря принято использовать курс национальной валюты или величину денежного предложения Центрального банка (в России в качестве этого показателя можно принять денежную базу в узком определении). Номинальный якорь не всегда

может служить действенным инструментом для поддержания устойчивости уровня цен.

Заметим, что в мировой практике центральные банки для стабилизации уровня цен выбирают только один номинальный якорь. Использование одновременно двух таких якорей, как правило, оказывается затруднительным. Например, чтобы таргетировать курс национальной валюты Центральный банк должен осуществлять интервенции на валютном рынке, покупая и продавая иностранную валюту, тем самым увеличивая или сокращая объем выпущенных им денег в обращение. Поэтому в условиях таргетирования курса национальной валюты невозможно обеспечить стабильность объема денег.

Вместе с тем, реально создание такого режима денежно-кредитной политики, который мог бы сочетать одновременное использование двух номинальных якорей. Однако подобное сочетание достаточно специфично и не носит универсального характера. Его целесообразно использовать только в определенных рамках и при определенных условиях. К примеру, с 2004 г. в РФ был создан «автоматический» механизм увеличения ресурсной неэмиссионной финансовой базы Банка России в зависимости от роста цен на нефть на мировом рынке. Он включал в себя Стабилизационный фонд РФ (с 2008 г. – Резервный фонд РФ и Фонд национального благосостояния России), в который зачислялись конъюнктурные доходы федерального бюджета. Чем больше была цена на нефть, тем солиднее были суммы изъятия в федеральный бюджет в виде налога на добычу полезных ископаемых и вывозной таможенной пошлины на нефть сырую (с 2008 г. – также и на газ природный). Соответственно, увеличивались и доходы этих фондов. Деньги (первоначально полностью, а впоследствии – в основном) хранились в Банке России, который использовал их на приобретение все увеличивающихся потоков иностранной валюты на внутренний валютный рынок от роста экспортной выручки). Такое сочетание денежно-кредитной и налогово-бюджетной политик позволило сдерживать рубль от быстрого укрепления, а денежную базу – от необоснованного расширения. В том случае, если бы государству удалось осуществить полное изъятие в суверенный фонд конъюнктурных доходов экономики, одновременно реализовывался механизм двух номинальных якорей – фиксированного курса национальной валюты и фиксированной величины денежной базы.

На практике такого полного изъятия достичь было невозможно.

Банк России до 10.11.2014 исходил из необходимости обеспечения макроэкономической стабильности путем поддержания курса рубля в рамках задаваемого бивалютного коридора. Курс национальной валюты использовался в качестве номинального якоря в борьбе с инфляцией. Практика показала, что быстрое и значительное падение цены на нефть не способно сдерживать инфляцию, а наоборот – ее увеличивает из-за невозможности Банка России удерживать курс рубля на прежнем уровне. Осознание завышения текущего курса рубля в связи с изменением внешнеторговых реалий усиливает «атаки» на рубль: участники рынка увеличивают спрос на него в спекулятивных целях. Таким образом, использование курса национальной валюты в качестве номинального якоря будет результативным только при относительно незначительных колебаниях цен на нефть. При их значительных колебаниях на внешнем рынке политика такого номинального якоря будет не только безрезультативной, но даже может усилить макроэкономическую нестабильность.

Банк России с 10.11.2014 отказался от поддержания курса рубля в задаваемом им бивалютном коридоре и перешел на режим «свободного плавания» (режим свободного валютного курса). Денежные власти приступили к таргетированию инфляции с использованием в качестве операционных механизмов преимущественно ключевой ставки и величины денежной базы. Воздействие ключевой ставки на макроэкономику проявляется практически моментально, а изменения денежной базы – в более длительном периоде времени (от нескольких месяцев до года). Руководство Банка России стало исходить из гипотезы, что можно таргетировать инфляцию в условиях колебаний курса рубля, а для экономических субъектов имеет значение не колебание курса рубля, а стабильность внутренних цен. Стабильные цены стали рассматриваться в качестве фактора макроэкономической стабильности.

Обычно при выборе режима валютного курса принято учитывать существующие экономические шоки [15]. При внешних шоках для экономики возникает необходимость установления режима свободного плавания национальной валюты, а при внутренних шоках – управляемого плавания. Свободное плавание выступает своеобразным защитным механизмом при резком изменении внешних экономических факторов. Такой

валютный режим выступает в качестве своеобразного амортизатора. Если бы при этом использовался режим управляемого плавания, то национальная экономика получила более сильный шоковый «удар». А при внутренних экономических шоках режим управляемого плавания (или более эффективный режим фиксированного валютного курса) как бы автоматически восстанавливает равновесие в национальной макроэкономической системе.

При решении вопроса о выборе режима управляемого валютного курса национальной валюты или режима свободного валютного курса следует исходить из проблемы регулирования: насколько орган регулирования имеет более сильные преимущества в регулировании по сравнению с рынком. Иными словами, является ли сознательное регулирование более эффективным, чем рыночное регулирование [16, 17].

Предполагается, что при управляемом плавании Центральный банк сглаживает колебания курса национальной валюты, стабилизируя тем самым макроэкономические показатели. Это создает устойчивость хозяйственных связей и снижает инвестиционные и финансовые риски [8].

При свободном плавании национальной валюты функцию регулирования курса выполняет рынок. Падение цены нефти на мировом рынке автоматически приводит к девальвации национальной валюты на величину даже несколько большую, чем равновесное значение при новой (более низкой) цене нефти. Реакция валютного курса учитывает не только факт изменения цены нефти, но и возможность продолжения тенденции ее падения или роста. Иными словами, на курс национальной валюты оказывает воздействие не только цена на нефть, но и ожидания ее изменения, которые в свою очередь зависят от динамики цен на нефть. В этих условиях изменение курса национальной валюты делает бессмысленным покупку экономическими субъектами иностранной валюты при падении цен на нефть, так как в курсе уже отражены наихудшие ожидания по поводу его изменения. Поэтому колебания цен на нефть не приведут к столь сильным атакам на иностранную валюту.

Регулирующий орган должен нести явную или имплицитную ответственность за допущенные просчеты в регулировании. Даже в том случае, если сознательное регулирование будет более результативным и эффективным по сравнению с рыночным регулированием, критика в адрес регулирующего органа будет продолжаться,

поскольку обществу трудно оценить сравнительную результативность и эффективность такого регулирования, а также в силу невозможности достичь идеального желаемого состояния предмета регулирования со стороны регулирующего органа.

Как уже отмечалось, в России курс национальной валюты выступает не только средством гармонизации платежного баланса, но своеобразным средством сбалансирования федерального бюджета. Однако при этом не удается достичь этой цели в отношении бюджета в полном объеме. Важно помнить, что платежный баланс сам по себе всегда является сбалансированным. В том случае, когда в рамках экономической политики принято выделять у платежного баланса сальдо, статьи платежного баланса делят на основные (которые формируют сальдо) и балансирующие (которые рассматриваются как покрывающие сальдо) [19]. Под сбалансированностью платежного баланса в данном случае следует понимать то, что Банк России не осуществляет валютных интервенций: не покупает и не продает иностранную валюту. Продажа иностранной валюты будет означать финансирование со стороны Банка России дефицита платежного баланса, а покупка – аккумуляцию профицита платежного баланса. Таким образом, в данном случае под сальдо платежного баланса подразумевается сальдо баланса официальных расчетов.

Следует учитывать, что степень чувствительности сальдо федерального бюджета к колебаниям цен на нефть значительно больше, чем степень чувствительности сальдо платежного баланса. Поэтому курс рубля, при котором происходит сбалансирование платежного баланса, обычно не совпадает с курсом рубля, при котором достигается сбалансированность федерального бюджета. При прочих равных условиях такое совпадение может иметь место только при одном каком-либо значении цены на нефть. При цене выше этого значения федеральный бюджет будет профицитен, а ниже этого значения – дефицитен, в то время как при любом значении цены на нефть платежный баланс должен быть сбалансированным, а средством его сбалансирования выступает курс рубля. Это также означает, что существует такой курс рубля, при котором одновременно сбалансированы платежный баланс и федеральный бюджет. При более высоком курсе рубля федеральный бюджет будет профицитным, а при более низком – дефицитным.

Теоретически в качестве цели курсовой политики можно выбрать сбалансированность федерального бюджета (или достижение бюджетного профицита не более определенного значения). В этом случае у Банка России возникнут проблемы со сбалансированностью платежного баланса. Он вынужден будет постоянно либо покупать, либо продавать иностранную валюту. Причем временной период только чистой продажи (или только чистого приобретения) иностранной валюты способен продолжаться до 10 лет.

Сравнительная характеристика курсовой политики автоматического сбалансирования платежного баланса и курсовой политики сбалансирования федерального бюджета представлена в табл. 1.

При реализации Банком России курсовой политики, направленной исключительно на сбалансирование федерального бюджета, ему необходимо осуществлять прямое управление курсом национальной валюты. Преимущество такого подхода в том, что можно не создавать государственные финансовые резервы и увеличивать государственный долг, так как целью курсовой политики уже является формирование сбалансированного федерального бюджета [20]. При этом государство в будущем не столкнется с проблемой неплатежеспособности по своему долгу.

Курсовая политика сбалансирования федерального бюджета предполагает необходимость формирования значительных международных резервов, которые отвлекают финансовые ресурсы из национальной экономики и снижают уровень внутреннего потребления. В таких условиях при росте цен на нефть Банк России должен продавать иностранную валюту из своих резервов, а при снижении – покупать ее. Таким образом, будет реализовываться не антициклическая, а проциклическая денежно-кредитная политика. Кроме того, банк столкнется с проблемой сбалансирования платежного баланса. Так, при снижении цен на нефть он должен изыскивать неэмиссионные финансовые резервы на приобретение иностранной валюты в целях еще большего ослабления курса рубля до уровня, при котором федеральный бюджет стал бы сбалансированным.

Реализация курсовой политики, направленной на достижение сбалансированности федерального бюджета, вызовет колебания курса национальной валюты более значительные, чем при свободном плавании. Это объясняется наличием большей степени чувствительности изменения сальдо

платежного баланса по сравнению с изменением сальдо федерального бюджета при изменении курса российского рубля (под сальдо федерального бюджета понимается разность между величиной его доходов и расходов – дефицит или профицит федерального бюджета).

По нашей оценке, введение режима курсовой политики, направленной на обеспечение сбалансированности федерального бюджета, связана с наличием большего инфляционного риска по сравнению с политикой свободного плавания. Это обусловлено наличием значительной амплитуды колебаний курса национальной валюты. Например, большая девальвация российского рубля в большей степени повышает цены на импортные товары, что приводит и к большему повышению общего уровня товарных цен в стране. Кроме того, значительные колебания курса рубля приводят к формированию инфляционных ожиданий и соответственно – к росту темпов инфляции

(с позиции теории адаптивных ожиданий). И так, можно сделать вывод о том, что в России курс рубля выступает средством не только сбалансирования платежного баланса, но и сбалансирования федерального бюджета. При этом трудно одновременно достичь устойчивости как платежного баланса, так и федерального бюджета при одном каком-либо значении курса национальной валюты. В настоящее время в РФ используется режим валютного курса, при котором происходит полное сбалансирование платежного баланса. Вместе с тем, возможен переход на режим валютного курса полного сбалансирования федерального бюджета. В этом случае не возникнет проблем с финансированием дефицита федерального бюджета и не потребуются создание государственных финансовых резервов и увеличение государственного долга. Однако такой валютный режим в меньшей степени способен стабилизировать национальную экономику. Кроме того, он связан с необходимостью создания значительных международных резервов.

Таблица 1

Сравнительная характеристика курсовой политики автоматического сбалансирования платежного баланса и курсовой политики сбалансирования федерального бюджета

Признак сравнения	Курсовая политика автоматического сбалансирования платежного баланса	Курсовая политика сбалансирования федерального бюджета
Режим валютного курса	Свободное плавание	Прямого управления (задание целевого значения)
Влияние на федеральный бюджет	Не существует автоматического сбалансирования (образуется профицит или дефицит)	Сбалансирование
Влияние на величину государственного долга и государственных финансовых резервов	Требуются создание значительных государственных финансовых резервов (в одни периоды) и значительный рост государственного долга (в другие периоды)	Нейтральное
Необходимость формирования значительных международных резервов	Не требуется	Требуется
Степень волатильности национальной валюты	Меньшая	Большая
Влияние на макроэкономическую цикличность	Антициклическое	Проциклическое
Наличие инфляционного риска	Незначительное	Значительное

Список литературы

1. *Lucas R., Rapping L.* Price Expectations and the Phillips Curve // *American Economic Review*. 1969. Vol. 59. № 3. P. 342–350.
2. *Alogoskoufis G., Smith R.* The Phillips Curve, the Persistence of Inflation, and the Lucas Critique: Evidence from Exchange-rate Regimes // *American Economic Review*. 1991. Vol. 81. P. 1254–1275.
3. *Roberts J.M.* New Keynesian Economics and the Phillips Curve // *Journal of Money, Credit and Banking*. 1995. Vol. 27. № 4. P. 975–984.
4. *Clarida R., Gali J., Gertler M.* Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory // *The Quarterly Journal of Economics*. 2000. Vol. 115. № 1. P. 147–180.

5. *Romer D.* *Advanced Macroeconomics.* New York. McGraw-Hill Irwin, 2012. P. 312–364.
6. *Blanchard O., Gali J.* Real wage rigidities and the new Keynesian model // NBER Working Paper. 2005, № 11806. URL: <http://www.nber.org/papers/w11806.pdf>.
7. *Чаркин А.В.* Мировой опыт инфляционного таргетирования // Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал. 2012. № 1. С. 115–128.
8. *Рязанцева О.П.* Инфляционное таргетирование: предпосылки развития // Гуманитарное пространство. 2013. Т. 2. № 4. С. 737–742.
9. *Хэммонд Д.* Практика инфляционного таргетирования – 2012. Руководство № 29. URL: <http://www.cbr.ru/dkp/ccbshb29r.pdf>.
10. *Вудфорд М.* Таргетирование инфляции: совершенствовать, а не списывать в утиль // Вопросы экономики. 2014. № 10. С. 44–55.
11. *Юдаева К.В.* О возможностях, целях и механизмах денежно-кредитной политики в текущей ситуации // Вопросы экономики. 2014. № 9. С. 4–12.
12. *Wagner H.* Controlling Inflation in Transition Economies: The Relevance of Bank Independence and the Right Nominal Anchor // *Atlantic Economic Journal.* 2000. Т. 28. № 1. С. 60–70.
13. *Tavlas G.S.* On the Exchange Rate as a Nominal Anchor: The Rise and Fall of the Credibility Hypothesis // *Economic Record.* 2000. Vol. 76. № 233. P. 183–201.
14. *Tornell A., Velasco A.* Fiscal Discipline and the Choice of a Nominal Anchor in Stabilization // *Journal of International Economics.* 1998. Т. 46. № 1. С. 1–30.
15. *Дробышевский С.М., Трунин П.В., Евдокимова Т.В.* Влияние выбора целей и инструментов политики денежных властей и уязвимость экономик. М.: Дело, 2012. 204 с.
16. *Смирнов С.В.* Режимы валютного курса и стабильность экономики // Вопросы экономики. 2010. № 1. С. 29–43.
17. *Андрюшин С.А., Кузнецова В.П.* Курсовая политика центральных банков стран с формирующимися рынками // Вопросы экономики. 2011. № 12. С. 21–34.
18. *Шахнович Р.М.* Таргетирование валютного курса как режим современной денежной политики: преимущества и недостатки // Вопросы экономики и права. 2013. № 61. С. 113–116.
19. *Международные валютно-кредитные и финансовые отношения* / под ред. Л.Н. Красавиной. М.: Финансы и статистика, 1994. 592 с.
20. *Сухарев А.Н.* От политики государственного долга к политике государственных сбережений // *Проблемы современной экономики.* 2009. № 4. С. 70–73.

**THE BANK OF RUSSIA'S EXCHANGE RATE POLICY
IN ENSURING THE MACROECONOMIC STABILITY****Aleksandr N. SUKHAREV**Tver State University, Tver, Russian Federation
su500005@yandex.ru**Article history:**Received 29 December 2015
Accepted 9 February 2016**JEL classification:** E58**Keywords:** macroeconomic stability, monetary policy, exchange rate policy, inflation targeting, Bank of Russia**Abstract****Subject** The article addresses the exchange rate policy of the Bank of Russia.**Objectives** The aim is to examine special aspects of Bank of Russia's exchange rate policy decision to ensure macroeconomic stability in the country.**Methods** The study employs formal logic and systems approaches to analyze complex macroeconomic phenomena and processes.**Results** The study discloses modern theoretical concepts on relations of inflation with achieving 'full employment' and 'full production' in the economy; considers advantages and disadvantages of various exchange rate regimes and the use of a nominal anchor in the monetary policy as a means of maintaining the price level stability (a decline in inflation). It shows that it is difficult or practically impossible to use two nominal anchors simultaneously, i.e. the fixed exchange rate of the national currency and the fixed money supply the Bank of Russia (for Russia, it is equivalent to the concept of fixed value of base money in the narrow sense). The article includes the analysis of possible exchange rate policy of the Bank of Russia aimed at maintaining a balanced Federal budget, and highlights its strengths and weaknesses.**Conclusions** In Russia, the exchange rate of ruble acts as a tool to align the balance of payments and to balance the Federal budget. Meanwhile, it is difficult to achieve these two goals simultaneously at one rate of exchange of the national currency. Today, Russia uses the exchange rate regime, under which there is a complete balancing of the balance of payments.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2015

References

1. Lucas R., Rapping L. Price Expectations and the Phillips Curve. *American Economic Review*, 1969, vol. 59, no. 3, pp. 342–350.
2. Alogoskoufis G., Smith R. The Phillips Curve, the Persistence of Inflation, and the Lucas Critique: Evidence from Exchange-rate Regimes. *American Economic Review*, 1991, vol. 81, pp. 1254–1275.
3. Roberts J.M. New Keynesian Economics and the Phillips Curve. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1995, vol. 27, no. 4, pp. 975–984.
4. Clarida R., Gali J., Gertler M. Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory. *The Quarterly Journal of Economics*, 2000, vol. 115, no. 1, pp. 147–180.
5. Romer D. *Advanced Macroeconomics*. New York, McGraw-Hill Irwin, 2012, pp. 312–364.
6. Blanchard O., Gali J. Real Wage Rigidities and the New Keynesian Model. *NBER Working Paper*, 2005, no. 11806. Available at: <http://www.nber.org/papers/w11806.pdf>.
7. Charkin A.V. Mirovoi opyt inflyatsionnogo targetirovaniya [International experience of inflation targeting]. *Nauchno-issledovatel'skii finansovyi institut. Finansovyi zhurnal = Financial Research Institute. Financial Journal*, 2012, no. 1, pp. 115–128.
8. Ryazantseva O.P. Inflyatsionnoe targetirovanie: predposylki razvitiya [Inflation targeting: conditions for development]. *Gumanitarnoe prostranstvo = Humanity Space*, 2013, vol. 2, no. 4, pp. 737–742.
9. Hammond G. *Praktika inflyatsionnogo targetirovaniya – 2012. Rukovodstvo № 29* [Handbook – No. 29. State of the Art of Inflation Targeting – 2012]. Available at: <http://www.cbr.ru/dkp/ccbshb29r.pdf>. (In Russ.)
10. Woodford M. Targetirovanie inflyatsii: sovershenstvovat', a ne spisyvat' v util' [Inflation Targeting: Fix It, Don't Scrap It]. *Voprosy Ekonomiki*, 2014, no. 10, pp. 44–55.

11. Yudaeva K.V. O vozmozhnostyakh, tselyakh i mekhanizmaxh denezhno-kreditnoi politiki v tekushchei situatsii [On opportunities, purposes and mechanisms of the monetary policy under the current conditions]. *Voprosy Ekonomiki*, 2014, no. 9, pp. 4–12.
12. Wagner H. Controlling Inflation in Transition Economies: The Relevance of Bank Independence and the Right Nominal Anchor. *Atlantic Economic Journal*, 2000, vol. 28, no. 1, pp. 60–70.
13. Tavlas G.S. On the Exchange Rate as a Nominal Anchor: The Rise and Fall of the Credibility Hypothesis. *Economic Record*, 2000, vol. 76, no. 233, pp. 183–201.
14. Tornell A., Velasco A. Fiscal Discipline and the Choice of a Nominal Anchor in Stabilization. *Journal of International Economics*, 1998, vol. 46, no. 1, pp. 1–30.
15. Drobyshvskii S.M., Trunin P.V., Evdokimova T.V. *Vliyaniye vybora tselei i instrumentov politiki denezhnykh vlastei i uyazvimost' ekonomik* [The impact of selecting the goals and tools of the monetary authorities policy and vulnerability of economies]. Moscow, Delo Publ., 2012, 204 p.
16. Smirnov S.V. Rezhimy valyutnogo kursa i stabil'nost' ekonomiki [Exchange rate regimes and stability of economy]. *Voprosy Ekonomiki*, 2010, no. 1, pp. 29–43.
17. Andryushin S.A., Kuznetsova V.P. Kursovaya politika tsentral'nykh bankov stran s formiruyushchimisya rynkami [The exchange rate policy of central banks of countries with emerging markets]. *Voprosy Ekonomiki*, 2011, no. 12, pp. 21–34.
18. Shakhnovich R.M. Targetirovaniye valyutnogo kursa kak rezhim sovremennoi denezhnoi politiki: preimushchestva i nedostatki [Exchange rate targeting as a regime of the modern monetary policy: pros and cons]. *Voprosy ekonomiki i prava = Problems of Economics and Law*, 2013, no. 61, pp. 113–116.
19. *Mezhdunarodnye valyutno-kreditnye i finansovye otnosheniya* [International currency-and-credit and financial relations]. Moscow, Finansy i statistika Publ., 1994, 592 p.
20. Sukharev A.N. Ot politiki gosudarstvennogo dolga k politike gosudarstvennykh sberezhenii [From public debt policy to public savings policy]. *Problemy sovremennoi ekonomiki = Problems of Modern Economics*, 2009, no. 4, pp. 70–73.