

## ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА

---

*С. Дробышевский, А. Киюцевская, П. Трунин*

### **Мандат и цели центральных банков: эволюция и уроки кризиса**

В статье рассматривается эволюция целей и задач монетарных властей ряда стран в сопоставлении с выбранным ими режимом денежно-кредитной политики. Авторы считают нецелесообразным расширение мандата Банка России, который отвечает требованиям и особенностям современного этапа экономического развития. Стремясь к достижению ценовой стабильности, Банк России не только поддерживает устойчивость национальной валюты, как требует мандат регулятора, но и вносит свой вклад в восстановление и ускорение экономического роста.

*Ключевые слова:* монетарные власти, денежно-кредитная политика, таргетирование инфляции, ценовая стабильность, экономический рост.

*JEL:* E58, E61, E66, F33.

Из-за последствий глобального кризиса 2008–2009 гг., затронувшего в той или иной степени большинство стран, возникла дискуссия о возможностях денежно-кредитной политики (ДКП). Для реализации масштабных стимулирующих мер, не ограничивающихся банковским сектором, требовались гибкость и маневренность находящихся в ведении органов денежно-кредитного регулирования (ОДКР) механизмов. Очевидно, что в глубоко интегрированной мировой экономике одной ценовой стабильности недостаточно, чтобы обеспечивать макроэкономическую устойчивость. Таким образом, во главу угла был поставлен вопрос о целях и задачах монетарных властей.

В России, столкнувшейся с резким замедлением темпов экономического роста после кризиса 2008–2009 гг., постоянно звучат призывы к Банку России проводить стимулирующую денежно-кредитную политику, наращивать денежную эмиссию, снижать процентные ставки и пре-

---

*Дробышевский Сергей Михайлович* (dsm@ier.ru), д. э. н., директор по научной работе Института экономической политики имени Е. Т. Гайдара (Москва); заведующий лабораторией макроэкономических исследований Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ (РАНХиГС) (Москва); *Киюцевская Анна Мироновна* (kiu2003@mail.ru), к. э. н., старший научный сотрудник Центра изучения проблем центральных банков РАНХиГС, старший научный сотрудник Института экономической политики имени Е. Т. Гайдара (Москва); *Трунин Павел Вячеславович* (pt@ier.ru), к. э. н., ведущий научный сотрудник Центра изучения проблем центральных банков РАНХиГС (Москва).

доставлять кредитные ресурсы приоритетным отраслям экономики. На разных уровнях власти, в научных и деловых кругах ведется дискуссия о необходимости расширения мандата Банка России, а также целей реализуемой им ДКП за счет включения в них полномочий по стимулированию экономического роста<sup>1</sup>. При этом авторы подобных предложений апеллируют к международному опыту, говоря, что во многих странах целью ДКП выступает именно экономический рост. В связи с этим важно рассмотреть эволюцию целей и задач мировых центральных банков, в том числе в годы после глобального экономического кризиса.

### Эволюция центральных банков

Центральные банки стали возникать в начале XVII в., когда были созданы Стокгольмский банк — прототип современного Риксбанка, а затем — Банк Англии. (Вместе с тем изначально термин «центральный банк» использовался для обозначения головного офиса любого банка, имеющего филиальную сеть.) Впервые монопольное право не только эмитировать собственные банкноты, ставшие в 1833 г. законным средством платежа, но и регулировать параметры денежного предложения получил Банк Англии в 1844 г., став тем самым первым центральным банком в современном понимании. По мнению М. Коллинса (Collins, 1978), именно с этого момента начинается история становления и развития центральных банков. Отметим, что монопольное право на осуществление эмиссии Риксбанк получил только в 1904 г.

Функции первых центральных банков, находившихся в ведении органов исполнительной власти, сводились к финансированию их обязательств. Подобную роль выполняли и Банк Англии, и Рейхсбанк, созданные как частные банки, а затем национализированные. Фактически только на данном этапе цель центральных банков, действовавших от лица органов государственного управления и финансировавших их обязательства, сводилась к прямому стимулированию и поддержанию экономического роста.

Начало дискуссии о соотношении целей по стимулированию экономического роста или повышению занятости, с одной стороны, и по обеспечению ценовой стабильности — с другой, относится к 1950—1960-м годам. По мнению М. Бруно и У. Истерли (Bruno, Easterly, 1996), середина XX в. — «золотые годы для кривой Филлипса», демонстрировавшей в краткосрочной перспективе положительную зависимость между темпами экономического роста и инфляции. Так, Р. Бхатиа (Bhatia, 1960) исследовал взаимосвязь темпов роста потребительских цен и национального дохода (в отдельных случаях использовалась динамика промышленного производства) в Великобритании, Германии в период с 1860 по 1914 г., в Швеции, Канаде и Японии в 1860—1940 гг. Значимая зависимость была выявлена только в Германии. При этом инфляционные последствия монетарного финансирования экономики

<sup>1</sup> <http://www.vtb.ru/group/press/news/expert/276274/>; <http://ria.ru/economy/20141114/1033284652.html>; Гуриев, Цывинский, 2013; Глазьев, 2014; Ершов, 2015.

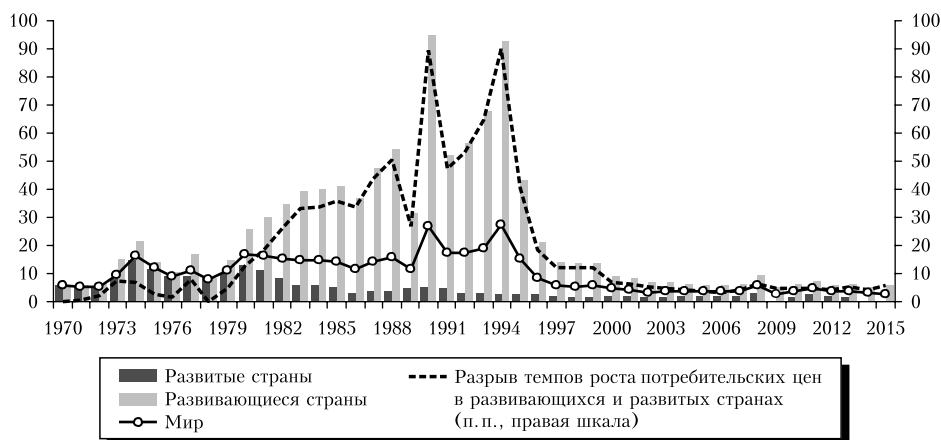
проявились в ней уже в период Первой мировой войны и усугубились из-за отказа поддерживать золотой стандарт в 1914 г. Негативные последствия высокой инфляции в Германии, сопровождавшейся девальвацией национальной валюты, денежной реформой и неизбежным возвращением к золотому стандарту в начале XX в., учитывались при определении мандатов Рейхсбанка, а затем и Бундесбанка, главная цель которых — обеспечение ценовой стабильности (см.: Bordo, Siklos, 2014). В результате по окончании Второй мировой войны, в 1948 г., после проведения денежной реформы и введения в обращение немецкой марки, задачей Банка немецких земель, преемника Рейхсбанка, стало обеспечение ценовой стабильности.

Переломными в процессе эволюции целей и задач центральных банков считаются 1970-е годы. Во-первых, именно тогда они получили право проводить независимую денежно-кредитную политику, хотя этот процесс был неравномерным. Независимость ФРС США была закреплена соглашением Федерального резерва и Казначейства США от 1951 г., по которому ФРС наделялась правом проводить независимую ДКП (Bordo, Siklos, 2014). Банк Англии обрел операционную независимость от правительства только в 1997 г.

Во-вторых, уверенность в отсутствии негативного эффекта инфляции на темпы экономического роста сохранялась до 1970-х годов, когда не только развитые, но и развивающиеся страны столкнулись с последствиями гиперинфляции (см. рис.). Медианные темпы роста потребительских цен в 1970–1979 гг. в 105 странах возросли до 9,2%, а в 1980–1989 гг. — до 10,3%. Для сравнения: согласно результатам исследования М. Ли (Li, 2005), в 1960–1969 гг. медианные темпы роста потребительских цен в выборке из 60 стран составляли 2,6%.

В период «Великой инфляции» (ускорение темпов прироста потребительских цен в США до 11% в 1974 г., а в Великобритании — до 24% в 1975 г., сопровождавшееся падением темпов экономического роста)

**Темпы прироста потребительских цен**  
(в % к соответствующему периоду предыдущего года)



Источники: IMF. International Financial Statistics ([www.imf.org](http://www.imf.org)); расчеты авторов.

Рис.

внимание центральных банков сосредоточилось на обеспечении ценовой стабильности. При этом результаты большинства исследований, проведенных уже в середине 1980-х годов, свидетельствуют об отсутствии конфликта между целями по достижению ценовой стабильности и стабильных темпов экономического роста. Они отражали либо отрицательную зависимость между темпами инфляции и экономического роста, либо ее отсутствие (табл. 1).

Т а б л и ц а 1

**Результаты эмпирических исследований  
влияния инфляции на темпы экономического роста**

Авторы	Выборка	Период	Результат
Kormendi, Meguire (1985)	47 стран	1950–1977	Отсутствие положительного влияния инфляции на экономический рост, обнаружен отрицательный эффект
De Gregorio (1991)	12 стран Латинской Америки	1951–1985	Отрицательное влияние, снижение инфляции — обязательное, но не достаточное условие для ускорения темпов роста экономики
Levine, Renelt (1992)	119 стран	1960–1989 (в случае отсутствия более ранних данных используются данные 1974–1989)	Связь неустойчива, результаты чувствительны к набору переменных
Fischer (1993)	86 стран	1961–1988	Инфляция приводит к снижению темпов роста, для стран с более высокими темпами инфляции характерны более низкие темпы экономического роста, впервые выявлена нелинейная зависимость
Dornbusch, Fischer (1993)	8 стран (Чили, Мексика, Колумбия, Бразилия, Ю. Корея, Индонезия, Ирландия, Испания)	1950–1990	Рост цен, превышающий 30%, отрицательно влияет на темпы экономического роста, возникает риск потерять контроль над инфляционными процессами
Sarel (1995)	87 стран	1970–1990	Выявлено пороговое значение (8%), ниже которого инфляция не сказывается или оказывает незначительное положительное влияние на экономический рост, выше 8% — устойчивый сильный негативный эффект
Barro (1996)	100 стран	1960–1990	Увеличение среднегодовой инфляции на 10 п. п. приводит к замедлению темпов роста душевого ВВП на 0,2–0,3 п. п.
Motley (1998)	Пять групп стран: 1) нефтяные (78 стран); 2) «высококачественные страны» (high quality) <sup>a</sup> (58 стран); 3) страны ОЭСР <sup>б</sup> (21 страна); 4) страны ОЭСР + 7 стран <sup>в</sup> ; 5) остальной мир <sup>г</sup>	1960–1990 на трех периодах: 1960–1970, 1970–1980, 1980–1990	Устойчивый рост цен на 10% в год в долгосрочной перспективе приводит к замедлению темпов роста душевого ВВП в среднем на 1/4 п. п., в краткосрочной перспективе эффект слабее; замедление инфляции на 5 п. п. способствует ускорению темпов роста на 0,1–0,5 п. п.

## О к о н ч а н и е   т а б л и ц ы   1

Авторы	Выборка	Период	Результат
Boyd et al. (1997, 2001)	Банковский сектор по 65 странам, рынок акций по 49 странам	Банковский сектор – 1960–1995, рынок акций – 1970–1995	Два пороговых значения: 1) после которого инфляция отрицательно сказывается на финансовом секторе; 2) все отрицательные последствия уже реализовались, влияние инфляции прекращается
Bruno, Easterly (1995)	127 стран	1960–1992	Инфляция более 40% из расчета декабрь к декабрю, что характерно для инфляционного кризиса, оказывает значимое негативное влияние на параметры экономического роста, в иных случаях устойчивая взаимосвязь не выявлена
Ghosh, Phillips (1998)	145 стран – членов МВФ	1960–1996	При очень низких темпах роста (2–3% в год и менее) выявлена положительная зависимость между инфляцией и темпами экономического роста. В остальных случаях зависимость отрицательная, но кривая выпуклой формы: при инфляции 20–30% потери роста существенно больше, чем при росте цен на 40–50%
Khan, Senhadji (2001)	140 стран	1960–1998	Для развивающихся стран пороговое значение – 11–12%, для развитых – 1–3%. При превышении пороговых значений выявлена устойчивая отрицательная зависимость
Li (2005)	90 развивающихся стран, 27 развитых	1961–2004	Выявлена нелинейная зависимость инфляции и темпов экономического роста. Для развивающихся стран два пороговых значения – 14 и 38%. При росте цен менее чем на 14% влияние на параметры экономического роста незначительное и даже положительное. Наиболее сильный негативный эффект проявляется при росте цен на 14–38%, при ускорении свыше 38% негативный эффект ослабевает. Для развитых стран пороговое значение – 24%. Рост цен меньше чем на 24% дает значимый негативный эффект, при превышении порогового значения негативные последствия ослабевают
Kremer et al. (2009)	124 страны, в том числе 23 развитые	1995–2004	Для развитых стран пороговое значение – 2–2,5%. Негативные последствия проявляются при инфляции свыше 2,5%. Для развивающихся стран инфляция оказывает негативный эффект при превышении 17%

<sup>а</sup> Страны с населением более 1 млн человек в 1960 г., имеющие данные о реальных доходах.

<sup>б</sup> Без учета Турции, Исландии и Люксембурга (малые страны).

<sup>в</sup> Гонконг, Израиль, Мексика, Сингапур, Ю. Корея, Сирия, Венесуэла.

<sup>г</sup> Страны из группы «high quality», без семи вышеперечисленных.

Таким образом, центральные банки развитых стран уже в 1970-е годы, после краха Бреттон-Вудской системы, осознали, что для поддержания макроэкономической стабильности необходимо обеспечивать ценовую стабильность.

### **Последствия кризиса 2008—2009 гг.: цели и задачи монетарных властей**

Мировой экономический кризис 2008—2009 гг. выявил важные проблемы современной финансовой системы, ставшие следствием расширения транснациональных потоков капитала и бурного развития рынка производных финансовых инструментов. Наиболее остро его последствия проявились в развитых странах, экономики которых ранее считались устойчивыми, а активы — безрисковыми.

Симптомы дисбаланса, формировавшегося на рынке финансовых активов США и европейских стран, свидетельствовали о чрезмерном росте долговой нагрузки на население, избыточном левеидже финансовых корпораций и повышении побочных рисков, вызванных слишком активным использованием забалансовых активов. Однако, несмотря на то что стремительные темпы роста кредитной активности и цен на финансовые активы предшествовали не только Великой депрессии в США в 1930-е годы, но и кризису в Японии в 1990-е, а затем и Азиатскому кризису 1997—1998 гг., накапливавшиеся в 2000-е годы риски были проигнорированы органами государственной власти (Nier, 2009). Причиной послужил продолжительный период относительно устойчивых и высоких темпов роста мировой экономики, сопровождавшихся стремительным ростом цен на мировом рынке не только на нефть и металлы, но и на основные сельскохозяйственные культуры.

Последствия «схлопывания» финансового пузыря на ипотечном рынке США в 2007 г. сказались не только на американской экономике, но и на рынках других развитых и развивающихся стран. В результате в 2009 г., впервые за всю историю наблюдений с 1969 г., было зафиксировано падение мирового ВВП свыше 0,3%. В этих условиях акцента денежно-кредитной политики центральных банков на обеспечении ценовой стабильности оказалось недостаточно для поддержания устойчивого развития, несмотря на продолжающееся со второй половины 1990-х годов замедление инфляции как в развивающихся, так и в развитых странах (см. рис.).

В развивающихся странах для стимулирования экономики были активно задействованы механизмы налогово-бюджетной политики (Тосунян, Викулин, 2010), а в развитых в силу значительного государственного долга акцент был сделан на инструментах ДКП. Это справедливо не только для европейских стран, где слабость бюджетной политики связана со структурными особенностями интеграционного объединения, но и для США, Японии, а также Великобритании. Накапливавшийся на протяжении десятилетий дисбаланс государственных финансов — стремительный рост государственного долга при хроническом дефиците бюджета — в период кризиса не только ограни-

чивал гибкость при проведении стимулирующей бюджетной политики, но и потребовал жесткой бюджетной экономии.

В этих условиях ОДКР реализовали беспрецедентные стимулирующие меры. Речь идет о снижении до нуля целевых процентных ставок и установлении отрицательных (в номинальном выражении) ставок по депозитным операциям, а также о масштабном выкупе государственных и корпоративных ценных бумаг. Более того, монетарные власти существенно расширили перечень активов, принимаемых в качестве обеспечения. Кроме того, стремясь оживить инвестиционную активность, в том числе в жилищном секторе, они приступили к проведению долгосрочных кредитных операций (Labonte, 2013; Горюнов, Трунин, 2013; Замараев, Киюцевская, 2015; Трунин, Ващелюк, 2015).

Используя нетрадиционные для денежно-кредитной политики механизмы, центральные банки решали две ключевые задачи (Bini-Smaghi, 2013). Во-первых, восстановление работоспособности трансмиссионного механизма ДКП. Речь идет, например, о программе оживления рынка ценных бумаг (Securities Markets Programme, SMP), объявленной Европейским центральным банком (ЕЦБ) в мае 2010 г. (Fratzcher et al., 2014), в рамках которой регулятор осуществлял операции по приобретению государственных облигаций на вторичном рынке. Позднее, в сентябре 2012 г., эта программа была заменена программой «Прямые монетарные операции» (Outright Monetary Transactions, ОМТ), предполагавшей приобретение в неограниченных объемах государственных облигаций со сроком обращения до трех лет, выпущенных правительствами стран еврозоны. Во-вторых, это широко задействованные ФРС США и Банком Японии программы количественного смягчения, предполагавшие предоставление ликвидности отдельным сегментам финансового рынка и экономики в целом для стимулирования инвестиционной активности и оживления спроса на рискованные активы.

Внедрение нетрадиционных инструментов ДКП в период кризиса и после него позволило иначе взглянуть на потенциал и круг вопросов, решаемых органами денежно-кредитного регулирования для обеспечения устойчивого экономического развития. Последствия кризиса предопределили необходимость участия монетарных властей в процессе курсообразования, введения временных ограничений на трансграничные потоки капитала.

В конечном счете последствия кризиса 2008–2009 гг. актуализировали вопрос о расширении целей ДКП, а также мандатов центральных банков за счет включения в них задач не только по обеспечению ценовой и финансовой стабильности, но и по стимулированию экономического роста. При оценке подобных предложений требуется четко разделить содержание таких понятий, как мандат ОДКР и цели ДКП.

### **Мандаты монетарных властей**

Мандат монетарных властей отражает перечень конечных задач их деятельности и утверждается законодательно. Как правило, он

содержится в конституции страны или законе о центральном банке. Как следствие, мандаты ОДКР корректируют крайне редко. Например, мандат Резервного банка Австралии остается неизменным с 1959 г., а Кувейта — с 1969 г.

Формулировки мандатов монетарных властей различных стран условно можно разделить на две группы. Во-первых, мандаты, представляющие перечень задач монетарных властей, большая часть которых совпадает с задачами правительства. Поскольку ДКП выступает неотъемлемой частью государственной экономической политики, такой подход не противоречит принципам независимости монетарных властей. Во-вторых, законодательно утвержденные мандаты, формулировка которых отражает наиболее широкое, отчасти абстрактное представление о роли регулятора в процессе экономического развития.

Первый подход наиболее часто используют в странах, ОДКР которых таргетируют обменный курс, как, например, в Китае. Фактически мандат Народного банка Китая представляет детальный перечень функций регулятора, к числу которых относятся: реализация ДКП; эмиссия китайского юаня; регулирование финансовых рынков (межбанковский кредитный рынок, межбанковский рынок облигаций, валютный рынок и рынок золота); предотвращение и смягчение системных финансовых рисков для обеспечения финансовой стабильности; поддержание обменного курса на равновесном уровне; владение и управление золотовалютными резервами; управление государственной казной в качестве фискального агента; обеспечение нормального функционирования расчетно-платежных систем; предоставление руководящих указаний по борьбе с отмыванием денег в финансовом секторе; разработка системы статистики для финансовой отрасли, а также проведение экономического анализа и прогноза; администрирование кредитной отчетности отрасли в Китае и укрепление системы кредитной информации; участие в международной финансовой деятельности в качестве центрального банка; другие функции, предписанные Государственным советом КНР.

Однако применяется подобная практика и в странах, где ЦБ таргетируют инфляцию. Так, мандат Центрального банка Норвегии, закрепленный Королевским указом в 1985 г., включает обеспечение экономической стабильности, проведение денежно-кредитной и валютной политики, поддержание надежности и эффективности платежной системы и финансовых рынков, а также управление валютными резервами и средствами суверенного фонда.

Роль монетарных властей в широком понимании отражают мандаты ОДКР, например Австралии, Великобритании и Канады. В первом случае речь идет об обеспечении стабильности национальной денежной единицы, полной занятости, экономического процветания и повышения благосостояния населения. Мандат Банка Англии сформулирован еще более лаконично: «Обеспечение монетарной и финансовой стабильности во благо британцев». Согласно закону «О Банке Канады», мандат регулятора сводится к обеспечению экономического и финансового благосостояния страны. Вместе с тем отметим, что монетарные власти Австралии, Великобритании и Канады придерживаются инфляционного таргетирования в его традиционном понимании: во-первых, ЦБ не участвуют в процессе курсообразования, а обменный курс формируется в рамках свободно плавающего валютного курса, во-вторых, поддержание ценовой стабильности выступает единственной задачей ДКП. При этом ее направленность изменяется только в ответ на отклонение фактической инфляции от целевого ориентира, а параметры выпуска, его отклонение от потенциального уровня учитываются как ограничение степени корректировки ключевой процентной ставки монетарными властями.

В отличие от распространенного мнения (Моисеев, 2011; Hammond, 2012; Bernard, 2006), в большинстве случаев мандат ЦБ, таргетирующих инфляцию, не содержит прямого указания на цель обеспечить це-



новую стабильность, закрепляя за регулятором обязательства содействовать экономическому развитию и реализации мер, направленных на благо граждан (пример — ОДКР Норвегии, Австралии, Канады и Великобритании). Тем не менее имеются примеры, когда обеспечение ценовой стабильности или приверженность принципам инфляционного таргетирования регламентируются законодательно и включаются в мандат центрального банка (это характерно для Чехии, Израиля, Бразилии). Однако и в этих странах мандат ЦБ предполагает, что регулятор обеспечивает стабильность цен в рамках экономической политики, нацеленной на параметры экономического роста (табл. 2).

Т а б л и ц а 2

**Мандаты центральных банков, таргетирующих инфляцию**

Страна	Мандат	Законодательный акт, год принятия
Австралия	Обеспечение стабильности национальной денежной единицы, полной занятости, экономического процветания и повышения благосостояния населения	Закон о Резервном банке, 1959
Канада	Регулирование денежно-кредитной системы в интересах экономики страны, осуществление контроля и защиты внешней стоимости (external value of the currency) национальной денежной единицы, смягчение ее влияния на динамику объемов производства, торговли, цен и занятости, что будет способствовать экономическому и финансовому благосостоянию канадцев	Закон о Банке Канады, 1985
Чили	Обеспечение бесперебойного и поступательного развития экономики посредством реализации денежно-кредитной политики, которая будет препятствовать формированию инфляционных или депрессивных тенденций, способствуя тем самым наиболее эффективному использованию производственных ресурсов Обеспечение стабильности национальной валюты, предполагающей низкую и стабильную инфляцию, а также бесперебойного функционирования системы внутренних и международных расчетов, формирование основы для устойчивого экономического роста	Закон от 22 августа 1925 г. № 486 Конституция, 1989
Колумбия	Достижение целей государства, то есть поддержание покупательной способности валюты	Конституция и закон, 1992
Чехия	Поддержание ценовой и финансовой стабильности и устойчивости финансовой системы Чехии, эмиссия банкнот, регулирование системы взаиморасчетов между банками	Закон о Чешском национальном банке, 1992
Гана	Экономический рост, инфляция и устойчивость платежного баланса Основная цель — поддержание стабильности общего уровня цен. Помимо этого, Банк Ганы должен способствовать проведению общей экономической политики правительства и содействовать экономическому росту и эффективному функционированию банковской и кредитной систем страны	Постановление о Банке Ганы, 1957 Закон о Банке Ганы, 2002
Индонезия	Поддержание стабильного курса рупии Обеспечение стабильного курса рупии в целях поддержания экономического роста, развитие эффективной финансовой системы, способной противостоять внешним и внутренним шокам, что за счет эффективного распределения финансовых ресурсов будет способствовать достижению экономической стабильности и росту экономики	Закон о Центральном банке Индонезии, 1999 Закон о Центральном банке Индонезии, 2004

Страна	Мандат	Законодательный акт, год принятия
Израиль	Главная цель — поддержание стабильности цен, а также содействие достижению других целей экономической политики правительства по обеспечению экономического роста, занятости и уменьшению социального неравенства, если это не противоречит главной цели; обеспечение безопасного, эффективного и бесперебойного функционирования платежной системы, что способствует поддержанию денежно-кредитной и финансовой стабильности	Закон о Банке Израиля, 2010
Мексика	Главные цели — эмиссия национальной валюты, поддержание ее покупательной способности в долгосрочной перспективе для повышения благосостояния населения. Второстепенные — поддержание устойчивости финансовой и платежной систем	Конституция Мексики, 1993
Новая Зеландия	Обеспечение стабильности цен, поддержание надежной и эффективной финансовой системы, эмиссия банкнот и монет	Закон о Резервном банке Новой Зеландии, 1989
Норвегия	Обеспечение экономической стабильности, осуществление денежно-кредитной и валютной политики, поддержание надежности и эффективности платежной системы и финансовых рынков, управление валютными резервами и средствами суверенного фонда	Королевский указ, 1985
Перу	Основная цель — обеспечение монетарной стабильности, регулирование условий кредитования, поддержание экономического роста и занятости, стимулирование развития банковского сектора	Конституция, 1979
	Поддержание монетарной стабильности, регулирование денежного предложения, управление валютными резервами, осуществление денежной эмиссии	Конституция, 1993
Южная Африка	Главная цель — поддержание стоимости валюты для обеспечения сбалансированного и устойчивого экономического роста. Совместно с другими институтами играет ключевую роль в обеспечении финансовой стабильности	Конституция, Закон о Резервном банке, 1989
Великобритания	Обеспечение монетарной и финансовой стабильности во благо британцев	Закон о Банке Англии, 2012

*Источник:* официальные сайты центральных банков.

Несмотря на формальные различия, содержательное наполнение мандатов монетарных властей во всех случаях отражает их роль в проведении экономической политики, ориентированной на устойчивое экономическое развитие. Его качественными характеристиками чаще всего выступают макроэкономическая или финансовая стабильность, сбалансированный экономический рост и/или рост благосостояния. Более того, схожие формулировки, подтверждающие достижение некоего консенсуса относительно роли и задач монетарных властей, используют ЦБ наименее развитых стран, осуществляющих монетарное таргетирование. Так, мандат центральных банков Нигерии и Малави заключается в обеспечении ценовой и финансовой стабильности путем формулирования и реализации денежно-кредитной и макропруденциальной политики.

Таким образом, монетарные власти сначала развитых, а затем и развивающихся стран признали обеспечение стабильно низких темпов роста потребительских цен в качестве одного из обязательных условий, обес-

печивающих экономический рост, повышение благосостояния и процветание населения (Fry et al., 2000; Bank of England, 2013). Консенсус большинства ЦБ, основанный не только на результатах теоретических исследований, но и на многолетнем практическом опыте, сводится к тому, что одна из основных задач ДКП заключается в обеспечении и поддержании ценовой стабильности. В 2000-е годы, согласно результатам исследования деятельности 94 центральных банков развитых и развивающихся экономик (Fry et al., 2000), большинство из них отказались рассматривать темпы экономического роста в качестве количественного ориентира реализуемой денежно-кредитной политики<sup>2</sup>. В то же время обязательства в части инфляции для большинства ЦБ если не закрепляются законодательно (устанавливаются их мандатом), то прописываются в качестве конечной цели ДКП. Исключение составляют только ЦБ, таргетирующие обменный курс, денежно-кредитная политика которых ориентирована на поддержание стоимости национальной валюты.

### **Цели денежно-кредитной политики**

Выполнение мандата обеспечивается непосредственно в рамках реализации денежно-кредитной политики. При этом ее конечные или стратегические цели, утверждаемые монетарными властями в соответствии с мандатом, выражены конкретными макроэкономическими параметрами. Их достижение обеспечивается с помощью имеющихся в распоряжении ОДКР инструментов, оказывающих непосредственное воздействие на параметры денежного предложения, уровень процентных ставок и инфляционные ожидания и выступающих в роли номинального якоря денежно-кредитной политики.

#### *Денежно-кредитная политика с явным номинальным якорем*

К объявлению конкретных количественных целей и ориентиров реализуемой денежно-кредитной политики (explicit target of monetary policy) центральные банки приступили в 1970-е годы. Наиболее существенно как целевые ориентиры, так и механизмы их достижения были изменены в 1990-е годы после волны валютных кризисов в развитых и развивающихся странах. Речь идет, например, о Великобритании, Канаде, Чили и Мексике.

Однако последствия кризиса 2008–2009 гг. не сказались ни на мандатах монетарных властей, ни на стратегических целях ДКП. Кризис стимулировал прежде всего совершенствование инструментария монетарной политики и способов ее проведения. В большинстве случаев остались неизменными и режимы денежно-кредитной политики (табл. 3), определяющие соотношение промежуточных целей регулятора и используемых инструментов. Оно зависит от объективных

---

<sup>2</sup> Справедливо это и для ранее весьма распространенной, особенно среди ЦБ развивающихся стран, цели обеспечить устойчивость платежного баланса.

## Цели денежно-кредитной политики центральных банков

Страна	Цель	Режим денежно-кредитной политики	Год утверждения
Австралия	Обеспечение стабильности национальной денежной единицы, полной занятости, экономического процветания и повышения благосостояния населения	Множественные цели без явного номинального якоря	1959
	Поддержание ценовой стабильности (инфляция 2–3% в год) в среднесрочной перспективе, чтобы обеспечить устойчивый рост экономики	Инфляционное таргетирование	1993
Канада	Защита и обеспечение устойчивости стоимости денег, поддержание стабильно низкой и предсказуемой инфляции; стимулирование и поддержание устойчивости и эффективности функционирования всех элементов финансовой системы	Монетарное таргетирование, де-факто ЦБ уделял большое внимание динамике обменного курса	1975
		Инфляционное таргетирование	1991
Чили	Замедление динамики потребительских цен	Таргетирование обменного курса	1965
	Единственная задача — обеспечение ценовой стабильности	Инфляционное таргетирование	1991
Индонезия	Обеспечение стабильного курса рупии	Монетарное таргетирование	1999
	Единственной целью выступает обеспечение и поддержание стабильности национальной валюты, что подразумевает стабильность ее покупательной способности, а также обменного курса. Банк Индонезии таргетирует инфляцию, сохраняя свое участие на внутреннем валютном рынке и сглаживая волатильность обменного курса	Инфляционное таргетирование	2005
Израиль	Поддержание покупательной способности денежной единицы, соответственно ценовой стабильности	Таргетирование обменного курса	1986
		Инфляционное таргетирование	1992
Мексика	Обеспечение низкой и стабильной инфляции, формирование условий для устойчивого экономического роста и создания рабочих мест	Таргетирование обменного курса  Переходный этап и внедрение инфляционного таргетирования	1995 г. — объявление; с 1996 г. установлены инфляционные ориентиры; в 1999 г. де-факто переход к инфляционному таргетированию
Новая Зеландия	Экономический рост, полная занятость, стабильность платежного баланса, ценовая стабильность	Множественные цели (отсутствие номинального якоря)	1985
	Стабильность общего уровня цен	Инфляционное таргетирование	1990

## О к о н ч а н и е   т а б л и ц ы   2

Страна	Цель	Режим денежно-кредитной политики	Год утверждения
Норвегия	Стабильная и низкая инфляция, обеспечивающая стабильность курса норвежской кроны и ожиданий относительно изменения обменного курса	Таргетирование обменного курса	1978
		Инфляционное таргетирование	2001
Перу	Поддержание ценовой стабильности	Множественные цели, в том числе количественный ценовой ориентир (отсутствие явного номинального якоря)	1994
	Поддержание ценовой стабильности	Инфляционное таргетирование	2002
Южная Африка	Достижение и поддержание ценовой стабильности в интересах устойчивого и сбалансированного экономического роста, а также повышения занятости	Монетарное таргетирование	1986
		Инфляционное таргетирование	2000
Великобритания	Обеспечение ценовой стабильности, означающей низкую инфляцию, для достижения целей правительства — экономический рост и занятость	Монетарное таргетирование	С 1974 г. в качестве промежуточных ориентиров используются монетарные показатели; в 1977 г. официально объявлено о переходе к монетарному таргетированию
		Инфляционное таргетирование	1992
Китай	Поддержание стоимости национальной валюты, содействие росту экономики	Монетарное таргетирование	1984
		Таргетирование обменного курса	1995
Кувейт	Поддержание монетарной стабильности. Целью центрального банка выступает также обеспечение стабильности банковской системы. Валютная политика ориентирована на поддержание устойчивости обменного курса кувейтского динара, что защищает экономику от импортируемой инфляции	Таргетирование обменного курса	1975
Швейцария	Обеспечение ценовой стабильности — основная цель  Главная цель — ценовая стабильность. При возникновении противоречий между целями по достижению ценовой стабильности и фазами бизнес-цикла приоритет остается за ценовой стабильностью. Обеспечивая ее, Национальный банк создает условия для сближения фактических объемов выпуска с потенциальными	Монетарное таргетирование	1974
		Инфляционное таргетирование	2000
		Таргетирование обменного курса	2009

Источники: официальные сайты центральных банков; IMF, 2014; Bubula, Ötker-Robe, 2002.

факторов экономического развития страны, к которым относятся структурные особенности и уровень развития экономики, а также степень ее финансовой открытости.

При этом отметим, что ЦБ никогда не практиковали таргетирование темпов экономического роста в чистом виде, когда независимый центральный банк в качестве конечного целевого ориентира использовал бы динамику ВВП (выпуска, уровень занятости или безработицы). Задачи ЦБ сводились к финансированию целей органов государственной власти, что может быть эквивалентно прямому стимулированию экономического роста, инвестиционной активности или занятости, во-первых, до получения ими операционной и/или институциональной независимости, во-вторых, до перехода к определению количественных целевых ориентиров и целей ДКП.

Выбор промежуточных целевых ориентиров эволюционировал от монетарных или курсовых показателей до таргетирования уровня процентных ставок. При этом развитые страны отказались от таргетирования монетарных показателей еще в 1990-е годы, и в настоящее время этот режим ДКП реализуется только в слаборазвитых и финансово закрытых странах. Изменения в период кризиса и после него касались в основном механизмов реализации как денежно-кредитной, так и курсовой политики.

Во-первых, речь идет о внедрении так называемых нетрадиционных мер ДКП, ориентированных на поддержку как отдельных сегментов финансового рынка, так и экономики в целом. Хотя механизмы количественного смягчения впервые в истории были внедрены в Японии в 2001 г. после снижения ключевой процентной ставки до предельно низкого уровня, данный подход в 2008–2015 гг. широко использовали монетарные власти США, Японии, еврозоны, Великобритании (Gertler, Karadi, 2013; Трунин, Вашелюк, 2015; Замараев, Киюцевская, 2015).

Во-вторых, в декабре 2012 г. ФРС США, а в августе 2013 г. и Банк Англии впервые прибегли к использованию в качестве количественных целевых ориентиров ДКП уровня безработицы, хотя в обоих случаях он служил только индикатором направленности денежно-кредитной политики, при достижении которого предполагалось приступить к последовательному повышению ключевых процентных ставок. Данная мера была призвана снизить риски, связанные с ожидаемым повышением ставок.

В-третьих, речь идет о возобновлении интервенций на внутреннем валютном рынке. Аналогичную тактику при усилении курсового давления, спровоцированного повышением волатильности на мировом валютном рынке, использовали ОДКР Чехии, Новой Зеландии, Израиля и Турции.

### *Денежно-кредитная политика без явного номинального якоря*

Последствия мирового финансово-экономического кризиса непосредственно сказались на механизмах реализации ДКП без явного номинального якоря. При этом так называемый «двойной» мандат ФРС США, предполагающий равнозначность целей, остается неизменным

с 1977 г. и включает максимизацию занятости, обеспечение стабильности цен и умеренных долгосрочных процентных ставок. Аналогичным образом сформулирован мандат Резервного банка Индии. Впервые он был законодательно утвержден в 1934 г. и вменял в обязанности регулятора обеспечение монетарной стабильности. Значимые изменения в его мандат были внесены в 1999 г. в ответ на поступательное развитие валютного рынка и последовательную либерализацию текущего и капитального счетов платежного баланса (Jha, 2006) (табл. 4).

Отметим, что количественные целевые ориентиры устанавливаются и ФРС США, и ЕЦБ, что позволяет им управлять инфляционными ожиданиями. В обоих случаях целевым индикатором, характеризующим ценовую стабильность, выступает 2-процентный темп прироста потребительских цен. Установление конкретных количественных ориентиров призвано снизить риск неопределенности в отношении направленности ДКП со множественными целями.

В посткризисный период, характеризующийся высокой турбулентностью на мировых финансовых рынках, монетарные власти уделяли пристальное внимание управлению ожиданиями экономических агентов. Стремясь ослабить неопределенность относительно перспектив развития национальной и мировой экономики, крупнейшие ЦБ делали акцент на возможностях так называемой политики «forward guidance», дающей экономическим агентам представления о перспективах изменения ДКП. Такой подход стали использовать только в 1990-е годы, когда в практику центральных банков вошло публичное объявление качественных характеристик реализуемой процентной политики. В конце 1990-х годов ЦБ, таргетирующие инфляцию, впервые приступили к публикации данных об ожидаемых изменениях ключевой процентной ставки<sup>3</sup>.

Формально данный подход включает три элемента: предоставление качественных ориентиров без указания количественных оценок и временных интервалов; определение четкого временного горизонта, в течение которого денежно-кредитная политика будет иметь те или иные характеристики; определение количественных пороговых ориентиров, до достижения которых ДКП останется неизменной. Так, ФРС США в 2008 г., объявив о снижении ключевой процентной ставки до «нулевого уровня», заявила, что слабая экономическая активность создает предпосылки для сохранения ставок на этом уровне в течение некоторого времени. Позже, в 2011 г., ФРС США был определен временной горизонт («не менее двух лет»), в течение которого не предполагалось ужесточение ДКП. Наконец, на третьем этапе, как указано выше, определялся уровень безработицы, сигнализирующий о возможности повышения монетарными властями ключевых процентных ставок. Подобные механизмы активно задействуют ОДКР Японии, Великобритании, а также ЕЦБ.

Однако ФРС США пошла на дальнейшее повышение открытости своей деятельности. Во-первых, внедрение нетрадиционных инструментов ДКП обусловило необходимость ужесточить требования к обязательному аудиту деятельности регулятора. Во-вторых, после снижения

<sup>3</sup> Речь идет об ОДКР Чехии, Исландии, Израиля, Новой Зеландии, Норвегии и Швеции (Filardo, Hofmann, 2014).

**Мандат и цели денежно-кредитной политики  
без явного номинального якоря**

Страна	Мандат	Законодательный акт, год утверждения	Цель денежно-кредитной политики	Режим денежно-кредитной политики	Год утверждения
США	Максимизация занятости, поддержание стабильных и умеренных долгосрочных процентных ставок и стабильности цен	Закон о Федеральном резерве, 1977	Максимизация занятости, поддержание стабильных и умеренных долгосрочных процентных ставок и стабильности цен	Монетарное таргетирование Денежно-кредитная политика со множественными целями	1975 1997
Евросоюза	Первоочередная цель — поддержание ценовой стабильности, а также без ущерба для ее достижения проведение экономической политики, ориентированной на достижение целей валютного союза: полная занятость и сбалансированный экономический рост, поддержание покупательной способности евро	Договор о Европейском союзе, 1999	Обеспечение ценовой стабильности	Денежно-кредитная политика со множественными целями	1999
Индия	Регулирование эмиссии и управление валютными резервами в целях обеспечения монетарной стабильности  Поддержание ценовой стабильности, поддержание ликвидности на уровне, необходимом для экономического роста и устойчивости валютного рынка, недопущение чрезмерной волатильности национальной валюты, стабильность процентных ставок  Содействовать внешней торговле, способствовать развитию валютного рынка	Закон о Резервном банке, 1934  Ежегодный годовой отчет Резервного банка Индии, 1999  Закон об управлении валютным курсом (Foreign Exchange Management Act), 1999	Обеспечение ценовой стабильности с учетом целей по темпам экономического роста, предотвращение ликвидности в адекватных размерах производительным секторам экономики	Таргетирование обменного курса  Денежно-кредитная политика со множественными целями	1980–1990  1990-е  2015

*Источники:* официальные сайты центральных банков; Jha, 2006; IMF, 2014.



ключевой процентной ставки до нулевого уровня усилилась потребность в открытой публикации прогнозов регулятора относительно перспектив не только развития американской экономики, но и изменения краткосрочных процентных ставок. Решения о публикации ожиданий членов Совета управляющих относительно уровня ключевой процентной ставки и направленности денежно-кредитной политики были приняты монетарными властями Новой Зеландии, Норвегии и Швеции.

По мнению многих ученых, повышение прозрачности проводимой ДКП позволяет достичь лучших макроэкономических результатов и выступает одним из условий эффективного инфляционного таргетирования. Однако практические результаты коммуникационной политики, прежде всего в части раскрытия информации о намерениях и ожиданиях монетарных властей, определяются степенью доверия экономических агентов, что формирует определенные риски в случае невыполнения принятых органами монетарного регулирования обязательств. Тем не менее управление ожиданиями экономических агентов позволяет достичь оптимального баланса между ценовой динамикой и динамикой выпуска (Orphanides, Williams, 2008; Woodford, 2005; Chortareas et al., 2002; Geraats, 2005).

\* \* \*

Консенсус, достигнутый монетарными властями развитых и развивающихся стран, в настоящее время сводится к тому, что обеспечение ценовой стабильности — если не единственная, то одна из основных задач ЦБ независимо от уровня экономического развития страны. При этом мандаты центральных банков содержат, как правило, «общеэкономические» цели — обеспечение стабильного экономического развития и повышение благосостояния экономических агентов. Как следствие, мандаты ЦБ изменяются крайне редко, и, как показывает практика, в ответ либо на кардинальное изменение условий функционирования экономики, либо вслед за получением монетарными властями независимости.

Выполнение монетарными властями своего мандата может обеспечиваться в рамках различных режимов ДКП, определяющих соотношение ее стратегических и операционных целей, а также инструментов их достижения. Однако последствия мирового кризиса 2008–2009 гг. не потребовали расширения ни мандатов монетарных властей, ни стратегических целей реализуемой ими ДКП. В то же время после кризиса 2008–2009 гг. был существенно расширен арсенал инструментов денежно-кредитной и макроprudенциальной политики.

На наш взгляд, мандат Банка России, заключающийся в защите и обеспечении устойчивости национальной валюты и означающий, что обеспечение ценовой стабильности выступает основной целью ДКП, не только полностью отвечает требованиям современной экономики, но и соответствует мировой практике (Дробышевский, Синельников-Мурылев, 2012). Аналогичным образом сформулированы мандаты ОДКР Индонезии, Мексики, Чили и Южной Африки. Задачи по обеспечению устойчивости национальной денежной единицы прописа-

ны и в мандате монетарных властей Австралии и Канады. При этом важно, что в этих странах реализуются принципы инфляционного таргетирования и соответственно обеспечение ценовой стабильности рассматривается в качестве приоритетной цели ДКП.

Более того, согласно поправкам, внесенным в Закон о Банке России в 2013 г., обеспечивая и поддерживая ценовую стабильность, регулятор создает условия для сбалансированного и устойчивого роста экономики. Поэтому предложения включить в мандат регулятора и в стратегические цели реализуемой им политики полномочия по стимулированию экономического роста представляются беспочвенными. Вместе с тем нельзя забывать, что ценовая стабильность — необходимое, но не достаточное условие роста и процветания экономики. На наш взгляд, ключевым направлением дальнейшего совершенствования ДКП Банка России выступает улучшение механизмов реализации коммуникационной стратегии. Существенным потенциалом обладают слабо задействованные Банком России механизмы, опирающиеся на анонсирование намерений регулятора в плане реализации ДКП, в том числе в части определения траектории и сроков изменения процентных ставок, а также более активное разъяснение принимаемых мер широкому кругу экономических агентов. И хотя такая политика связана со значимыми рисками, требуя четко следовать взятым на себя обязательствам, ее преимущества заключаются в повышении доверия к проводимой Банком России политике и в росте ее эффективности.

### Список литературы / References

- Глазьев С. (2014). Санкции США и политика Банка России: двойной удар по национальной экономике // Вопросы экономики. № 9. С. 13–29. [Glazyev S. (2014). Sanctions of the USA and the policy of Bank of Russia: Double blow to the national economy. *Voprosy Ekonomiki*, No 9, pp. 13–29. (In Russian).]
- Горюнов Е., Трунин П. (2013). Банк России на перепутье: нужно ли смягчать денежно-кредитную политику? // Вопросы экономики. № 6. С. 29–44. [Goryunov E., Trunin P. (2013). Bank of Russia at the cross-roads: Should monetary policy be eased? *Voprosy Ekonomiki*, No. 6, pp. 29–44. (In Russian).]
- Гуриев С., Цывинский О. (2013). ЦБ не способен ускорить рост // Ведомости. 21 мая. [Guriev S., Tsyvinskiy O. (2013). Central Bank is not able to accelerate growth. *Vedomosti*. May 21. (In Russian).]
- Дробышевский С., Синельников-Мурылев С. (2012). Макроэкономические предпосылки реализации новой модели роста // Вопросы экономики. № 9. С. 4–24. [Drobyshevskiy S., Sinelnikov-Murylev S. (2012). Macroeconomic preconditions of realization of a new growth model. *Voprosy Ekonomiki*, No. 9, pp. 4–24. (In Russian).]
- Ершов М. (2015). Новый курс старого лечения // Эксперт. № 42. С. 34–36. [Ershov M. (2015). New old treatment. *Expert*, No. 42, pp. 34–36. (In Russian).]
- Замараев Б., Киюцевская А. (2015). Российская экономика в контексте мировых трендов // Вопросы экономики. № 2. С. 32–48. [Zamaraev B., Kiyutsevskaya A. (2015). Russian economy in the context of world trends. *Voprosy Ekonomiki*, No. 2, pp. 32–48. (In Russian).]
- Моисеев С. Р. (2011). Денежно-кредитная политика: теория и практика. М.: Московская финансово-промышленная академия. [Moiseev S. R. (2011). *Monetary policy: Theory and practice*. Moscow: Moscow Financial-Industrial Academy. (In Russian).]

- Тосунян Г. А., Викулин А. Ю. (2010). Антикризисные меры и антикризисное законодательство России. Общий комментарий. М.: Олимп-Бизнес. [Tosunyan G. A., Vikulin A. Yu. (2010). *Anti-crisis measures and anti-crisis legislation in Russia*. Moscow: Olimp-Bizness. (In Russian).]
- Трунин П., Ващелюк Н. (2015). Анализ нестандартных инструментов предоставления ликвидности Банка России // Экономическая политика. № 1. С. 41–57. [Trunin P., Vashchelyuk N. (2015). An analysis of the Bank of Russia's non-standard tools of providing liquidity. *Ekonomicheskaya Politika*, No. 1, pp. 41–57. (In Russian).]
- Bank of England (2013). *Monetary policy trade-offs and forward guidance*. August.
- Barro R. J. (1996). Determinants of economic growth: A cross-country empirical study. *NBER Working Paper*, No. 5698.
- Bernard L. (2006). Monetary policy implementation at different stages of market development. *IMF Occasional Paper*, No. 244.
- Bhatia R. J. (1960). Inflation, deflation and economic development. *International Monetary Fund Staff Papers*, Vol. 8, pp. 101–114.
- Bini-Smaghi L. (2013). *Monetary policy: Many targets, many instruments, where do we stand?* Paper presented at the IMF Conference “Rethinking macro policy II: First steps and early lessons”. Washington, DC, April 16–17.
- Bordo M., Siklos P. (2014). Central bank credibility, reputation and inflation targeting. *NBER Working Paper*, No. 20693.
- Boyd J. H., Levine R., Smith B.D. (1997). Inflation and financial market performance. *Federal Reserve Bank of Cleveland Working Paper*, No. 9617.
- Boyd J. H., Levine R., Smith B. D. (2001). The impact of inflation on financial sector performance. *Journal of Monetary Economics*, Vol. 47, No. 2, pp. 221–248.
- Bruno M., Easterly W. (1995). Inflation crises and long-run growth. *World Bank Policy Research Working Paper*, No. 1517.
- Bruno M., Easterly W. (1996). Inflation and growth: In search of a stable relationship. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Vol. 78, No. 3, pp. 139–146.
- Bubula A., Ötker-Robe İ. (2002). The evolution of exchange rate regimes since 1990: Evidence from de facto policies. *IMF Working Paper*, No. WP/02/155.
- Chortareas G., Stasavage D., Sterne G. (2002). Does it pay to be transparent? International evidence from central bank forecasts. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Vol. 84, No. 4, pp. 99–117.
- Collins M. (1978). Monetary policy and the supply of trade credit, 1830–1844. *Economica*, Vol. 45, No. 180, pp. 379–399.
- De Gregorio J. (1991). The effects of inflation on economic growth: Lessons from Latin America. *IMF Working Paper*, No. WP/91/95.
- Dornbusch R., Fischer S. (1993). Moderate inflation. *World Bank Economic Review*, Vol. 7, No. 1, pp. 1–44.
- Filardo A., Hofmann B. (2014). Forward guidance at the zero lower bound. *BIS Quarterly Review*, March, pp. 37–53.
- Fischer S. (1993). The role of macroeconomic factors in growth. *NBER Working Paper*, No. 4565.
- Fratzscher M., Lo Duca M., Straub R. (2014). *ECB unconventional monetary policy actions: Market impact, international spillovers and transmission channels*. Paper presented at the 15<sup>th</sup> Jacques Polak Annual Research Conference hosted by the International Monetary Fund, 13–14 November.
- Fry M., DeAnne J., Mahadeva L., Roger S., Sterne G. (2000). Key issues in the choice of monetary policy framework. In: L. Mahadeva, G. Sterne (eds.). *Monetary policy frameworks in a global context*. London: Routledge, pp. 1–216.
- Geraats P. M. (2005). Transparency and reputation: The publication of central bank forecasts. *Topics in Macroeconomics*, Vol. 5, No. 1, pp. 1–26.
- Gertler M., Karadi P. (2013). QE1 vs. 2 vs. 3. A framework for analyzing large scale asset purchases as a monetary policy tool. *International Journal of Central Banking*, Vol. 9, No. 1, pp. 5–53.
- Ghosh A., Phillips S. (1998). Warning: Inflation may be harmful to your growth. *IMF Staff Papers*, Vol. 45, No 4, pp. 672–710.

- Hammond G. (2012). *State of the art of inflation targeting*. London: Centre for Central Banking Studies, Bank of England.
- IMF (2014). *Annual report on exchange arrangements and exchange restrictions*. Washington, D.C.
- Jha R. (2006). *Inflation targeting in India: Issues and prospects*. Unpublished manuscript, Political Economy Research Institute.
- Khan M. S., Senhadji A. S. (2001). Threshold effects in the relationship between inflation and growth. *IMF Staff Papers*, Vol. 48, No. 1, pp. 1–21.
- Kormendi R. C., Meguire P. G. (1985). Macroeconomic determinants of growth: Cross-country evidence. *Journal of Monetary Economics*, Vol. 16, No. 2, pp. 141–163.
- Kremer S., Bick A., Nautz D. (2009). Inflation and growth: New evidence from a dynamic panel threshold analysis. *SFB 649 discussion paper*, No. 2009-036.
- Labonte M. (2013). Monetary policy and the Federal Reserve: Current policy and conditions. *CRS Report to Congress*, No. RL30354
- Levine R., Renelt D. (1992). A sensitivity analysis of cross-country growth regressions. *American Economic Review*, Vol. 82, No. 4, pp. 942–963.
- Li M. (2005). *Inflation and economic growth: Threshold effects and transmission mechanism*. Unpublished manuscript, University of Alberta.
- Motley B. (1998). Growth and inflation: A cross-country study. *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Review*, No. 1, pp. 15–28.
- Nier E. (2009). Financial stability frameworks and the role of central banks: Lessons from the crisis. *IMF Working Paper*, No. WP/09/70.
- Orphanides A., Williams J.C. (2008). Learning, expectations formation, and the pitfalls of optimal control monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, Vol. 55, Supplement, pp. 580–596.
- Sarel M. (1995). Nonlinear effects of inflation on economic growth. *IMF Working Paper*, No. WP/95/56, May.
- Woodford M. (2005). Central Bank communication and policy effectiveness. In: *The Greenspan era: Lessons for the future*. Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City, pp. 399–474.
- 

## **Central banks' mandate and objectives: Evolution and the crisis lessons**

*Sergey Drobyshevskiy*<sup>1,2,\*</sup>, *Anna Kiyutsevskaya*<sup>1,2</sup>,  
*Pavel Trunin*<sup>2</sup>

*Authors affiliation:* <sup>1</sup>Gaidar Institute for Economic Policy (Moscow, Russia);  
<sup>2</sup>Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (Moscow, Russia). \* Corresponding author, email: dsm@iep.ru.

On the basis of studying the evolution of goals and objectives of the monetary authorities of a wide range of countries the authors argue the inexpediency of expanding the Bank of Russia's mandate. It fits into international practice, and also meets the requirements and characteristics of the present stage of economic development. In the pursuit of price stability, the regulator not only maintains the stability of the national currency, as required by the its mandate, but also contributes to the acceleration of economic growth.

*Keywords:* monetary authorities mandate, goals of monetary policy, inflation targeting, price stability, economic growth.

*JEL:* E58, E61, E66, F33.