

Влияние современной денежно-кредитной политики России на экономический рост

В.В. МАСЛЕННИКОВ, доктор экономических наук, академик РАН, Институт финансово-экономических исследований Финансового университета при Правительстве Российской Федерации, Москва. E-mail: vv-masl@mail.ru

В статье проанализировано воздействие текущей денежно-кредитной политики России на экономический рост. Сделаны и обоснованы выводы о ее несоответствии задачам приоритетного и ускоренного развития отраслей, ориентированных на внутреннее потребление и несырьевой экспорт. Сформулированы предложения, направленные на приведение денежно-кредитной политики в соответствие с требованиями экономического роста, инновационно-инвестиционного развития страны, а также устранения структурной деформации экономики.

Ключевые слова: денежно-кредитная политика, экономический рост, таргетирование инфляции, плавающий валютный курс, валютный контроль, состояние и структура российской экономики

Многие экономисты в дискуссии о модели дальнейшего развития экономики России признают, что в современных непростых условиях требуется активная государственная политика, направленная на приоритетное и ускоренное развитие отраслей, ориентированных на внутреннее потребление и несырьевой экспорт. По нашему мнению, такой подход оправдан. Реализуемая же денежно-кредитная политика становится основным эндогенным фактором риска для экономики России. Особенно опасны несоответствие денежно-кредитной политики страны ее реальным экономическим интересам, попытка редуцирования целей этой политики до сугубо монетарных.

Жесткий режим таргетирования инфляции в России

Негативные последствия инфляции многообразны. Ее высокий уровень усложняет долгосрочное планирование и инвестирование, обесценивает сбережения населения, стимулируя их накопление в иностранной валюте или материальных активах, способствует нарастанию социально-экономической напряженности. Но очень важно, чтобы борьба с ней не нанесла ущерб экономическим интересам страны.

Инфляционное таргетирование успешно применяется во многих развитых и развивающихся странах. Его суть состоит в том, что центральный банк страны принимает меры для достижения некоего уровня инфляции в среднесрочной перспективе, целенаправленно создавая условия для рационального поведения хозяйствующих субъектов и населения, чьи инфляционные ожидания ориентируются на заявленные значения. Результатом доверия к денежно-кредитной политике и руководству центрального банка становится стабилизация или даже некоторое снижение инфляции. Если прогноз центрального банка реализуется, это еще более укрепляет доверие к нему.

Существуют разные способы таргетирования инфляции. Заметим, что даже авторитетные сторонники таргетирования инфляции никогда не предлагали центральному банку принимать решения исключительно с учетом их последствий для инфляции. Такая позиция была когда-то удачно охарактеризована как «инфляционный психоз», и она не имеет ничего общего с гибким инфляционным таргетированием [1, 2]. Но Банк России выбрал один из наиболее жестких вариантов, не учитывающий интересы инвестиционного роста экономики и необходимого изменения ее структуры. Это определяет все остальные особенности и уязвимые места денежно-кредитной политики в нашей стране.

В Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2014 год и период 2015 и 2016 годов [3] значилось, что «в среднесрочной перспективе перед Банком России стоит задача по дальнейшему снижению темпа роста потребительских цен. Данный процесс должен протекать постепенно: целевая траектория инфляции будет определяться с учетом перспектив экономического роста (установленные цели по инфляции достижимы без создания существенных рисков для устойчивости экономического роста)...», и «основанием для изменения ключевой ставки является прогнозируемое устойчивое и продолжительное отклонение инфляции от цели в среднесрочной перспективе... Для достижения цели по инфляции Банк России на основе макроэкономического прогноза устанавливает уровень ключевой ставки, который отражает направленность денежно-кредитной политики».

Задача не создавать существенные риски для устойчивости экономического роста не была выполнена, поскольку Банк России на протяжении всего 2014 г. прибегал к последовательному повышению ключевой ставки: с 3 марта – с 5,50 до 7,00%; с 28 апреля – до 7,50; с 28 июля – до 8,00; с 5 ноября – до 9,5; с 12 декабря – до 10,5 и с 16 декабря – до 17% годовых [4].

С ростом ключевой ставки увеличились ставки по банковским кредитам, и без того превышавшие рентабельность производства продукции для внутреннего потребления и несырьевой экспорт. По таким ставкам кредиты стали доступны лишь финансовым спекулянтам и предприятиям сырьевого сектора. Это нанесло сильнейший удар по декларируемой в качестве приоритетной политике импортозамещения и способствовало дальнейшей деформации структуры российской экономики, что также свидетельствует о несогласованности действий Банка России с целями развития суверенной национальной экономики.

В Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2015 год и период 2016 и 2017 годов [5] было определено, что «главной целью единой государственной денежно-кредитной политики является обеспечение ценовой стабильности, что означает достижение и поддержание устойчиво низкой инфляции». Указанная цель прямо противоречит ст. 3 и 34 ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» [6], согласно которым одной из целей деятельности Банка России является «защита и обеспечение устойчивости рубля», а «основной целью денежно-кредитной политики Банка России является защита и обеспечение устойчивости рубля посредством поддержания ценовой стабильности, в том числе для формирования условий сбалансированного и устойчивого экономического роста».

Обеспечение устойчивого экономического роста в целях действующей денежно-кредитной политики даже не обозначено и, следовательно, с позиции Банка России не является индикатором эффективности его деятельности. Поскольку необходимым условием перехода к таргетированию инфляции будет переход к плавающему курсу рубля, цель защиты и обеспечения устойчивости рубля в условиях действующей денежно-кредитной политики также стала для Банка России второстепенной.

То, что Банк России не рассматривает экономический рост в качестве основного критерия правильности принимаемых решений, подтверждается словами его председателя: «По нашим оценкам, в случае, если введенные внешнеторговые ограничения будут действовать, как и объявлено, в течение года, а также при отсутствии новых негативных факторов, темп прироста потребительских цен снизится до 4% в 2017 г. *без существенного охлаждения экономики*» [5]. Чрезмерный акцент денежно-кредитной политики на уровне инфляции отвлекает внимание от иных макроэкономических показателей, включая экономический рост.

Зарубежная практика опровергает такой подход. Например, приоритетной задачей Народного банка Китая является обеспечение темпов экономического роста; Комитета по денежно-кредитной политике Банка Англии – поддержание роста и занятости; Федеральной резервной системы США – эффективное обеспечение максимальной занятости, поддержание долгосрочного роста денежных агрегатов с учетом потенциала увеличения производства, обеспечение умеренных долгосрочных процентных ставок [7].

Неподготовленный переход к недостижимым целям

Переход к режиму таргетирования инфляции связан с множеством условий и предпосылок, среди которых – переход к режиму плавающего курса национальной валюты, стабильно низкая на протяжении нескольких лет инфляция, устойчивое доверие общественности к центральному банку и его реальная институциональная независимость, низкая монополизация экономики, наличие консенсуса у всех органов государственной власти о приоритетности поддержания целевого уровня инфляции перед всеми остальными макроэкономическими показателями, преобладание монетарных источников инфляции, наличие у центрального банка достаточного набора инструментов денежно-кредитного регулирования и опыта их применения. По большинству перечисленных показателей российская экономика не была готова к переходу на режим таргетирования инфляции.

В Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2014 год и период 2015 и 2016 годов [3] были установлены изначально недостижимые цели по инфляции – 5% в 2014 г., 4,5 – в 2015 г. и 4% – в 2016 г. В 2014 г. инфляция достигла 11,4% – ошибка в прогнозе Банка России составила 128%. Для сравнения: в Норвегии (эта страна – крупный экспортер нефти), осуществляющей с 1999 г. инфляционное таргетирование, среднее отклонение за 15 лет составило 0,61% [8]. То, что намеченные показатели в 2014 г. не были достигнуты, Банк России объяснил ухудшением внешнеэкономической ситуации, приведшей к падению темпов роста ВВП, ослаблению рубля, ускорению роста потребительских цен и увеличению рисков для финансовой стабильности [5]. При этом был вновь определен ориентир по инфляции – 4% (только теперь уже в 2017 г.).

Между тем негативные тенденции в развитии экономики России накапливались на протяжении длительного периода времени, и внешние факторы лишь усиливали и ускоряли их нарастание. Поэтому намеченный Банком России целевой ориентир по уровню инфляции сложно назвать реалистичным.

Доводы Банка России о том, что замедление экономики носит структурный характер, в пользу чего якобы свидетельствуют низкая безработица и высокая загрузка производственных мощностей, поэтому денежное стимулирование российской экономики приведет лишь к стагфляции – не выдерживают критики. Текущий уровень безработицы связан с сокращением экономически активного населения, низкой производительностью труда и высокой скрытой безработицей. А конкретные данные о загрузке мощностей приведены в исследованиях Росстата: по итогам обследования деловой активности 3,5 тыс. организаций видов экономической деятельности «Добыча полезных ископаемых», «Обрабатывающие производства», «Производство и распределение электроэнергии, газа и воды» загрузка мощностей в октябре 2014 г. составляла лишь 62% [9].

В российских условиях установление Банком России явно заниженного ориентира по уровню инфляции ведет к однонаправленному регулированию, постоянно охлаждающему экономику, и без того демонстрирующую отставание темпов роста по сравнению с мировыми. При этом важно понимать, что достигнуть

низкой инфляции в российских условиях только за счет денежного сжатия просто невозможно – инфляция в значительной мере зависит от немонетарных факторов. Например, успешному проведению Банком России инфляционного таргетирования препятствуют фискальные интересы власти, оказывающей на него давление с целью компенсировать неэффективность системы налоговых сборов и бюджетных расходов.

Существенно влияет на рост инфляции в России инфляция издержек, в которой высока доля коррупционного налога, создающего механизм для перетока денежных средств из сферы производства в сферу потребления, стимулируя инфляцию спроса через увеличение затрат для бизнеса, переносимых на стоимость товаров и услуг и через направление изъятых у бизнеса средств на конечное потребление (с альтернативой в виде конвертации в валюту незаконно полученных средств с выводом ее за рубеж).

Доводы о косвенном влиянии общего уровня инфляции на уровень регулируемых цен [10] справедливы, если не учитывать, что Банк России воздействует на снижение инфляции посредством денежного сжатия, от которого страдают предприятия, производящие продукцию для внутреннего потребления и сырьевого экспорта. К какому бы денежному сжатию ни прибегал Банк России, монополисты все равно компенсируют свои потери за счет повышения цен, вызывая новый виток инфляции и ужесточения денежно-кредитной политики.

В России не решена проблема перехода от формирования денежной базы преимущественно за счет валютных поступлений к использованию внутренних механизмов и инструментов, меньше зависящих от внешних факторов и более адекватно отражающих внутренний спрос на деньги. Снижение поступления валютной выручки в страну сопровождается продажей валюты Банком России с одновременным изъятием рублей из экономики. Существующий механизм рефинансирования направлен на регулирование краткосрочной ликвидности и не способствует увеличению эмиссии длинных денег в экономике, с позиции роста инвестиционной активности он мало полезен.

Важная предпосылка перехода к политике таргетирования инфляции – доверие бизнес-сообщества и населения к Банку России и проводимой им политике. К сожалению, такое доверие

в 2014 г. было утрачено и вряд ли будет скоро восстановлено, так как поведение Банка России невозможно спрогнозировать даже в краткосрочной перспективе из-за его информационной закрытости и неготовности признавать допущенные ошибки.

Обращают на себя внимание и расплывчатые формулировки единой государственной денежно-кредитной политики на 2015 год и период 2016 и 2017 годов в Основных направлениях: «существенное охлаждение экономики», «высокий уровень занятости» и т. п. Нечеткость формулировок, непрозрачность алгоритмов принятия решений и закрытость внутренних правил позволяют предположить, что Банк России стремится избежать внешней компетентной оценки его действий, публичного объяснения причин отклонения от них и внешнего независимого контроля. Все это делает еще более сомнительной попытку продолжить реализацию прежней денежно-кредитной политики.

Стремление воздействовать на рост инфляционных ожиданий через увеличение процентных ставок в условиях отсутствия доверия к Банку России еще более снижает возможности развития реального сектора экономики, прежде всего малого и среднего бизнеса, не имеющего выхода на зарубежный рынок кредитных ресурсов. Банковское сообщество понимает неэффективность такого регулирования и повышает процентные ставки по кредитам, включая в них дополнительные рискованные премии.

Рост ключевой ставки на протяжении 2014 г. усилил действие международных санкций на российскую экономику. Наблюдаемое в 2015 г. снижение ключевой ставки не должно вводить в заблуждение, поскольку ему предшествовало ее резкое повышение в период кризиса, и она не достигла значений, приемлемых для экономики.

Способ сохранения условий для вывода капитала из России

Принципиальной ошибкой стал переход к режиму плавающего валютного курса без принятия необходимых компенсирующих мер по усилению валютного контроля, препятствующего чрезмерной мобильности капитала. Этот процесс сопровождался ростом волатильности курса рубля и завершился его обвальным падением. В результате был реализован сценарий девальвацион-

ной спирали, при попадании в которую эффект манипулирования процентными ставками стремится к нулю. Об этой опасности предупреждали специалисты [11, 12].

Негативные последствия непредсказуемости и высокой волатильности курса национальной валюты не ограничиваются сугубо валютным рынком, они дестабилизируют всю экономику страны. Экономические субъекты, не только непосредственно задействованные в экспортно-импортных операциях, но и использующие в производственном процессе импортное оборудование, детали и сырье, вынуждены учитывать риски неопределенности валютного курса. Этот фактор является значимым как при планировании и принятии решений о создании и развитии производств, так и при формировании и реализации ценовой политики. В конечном итоге эти риски либо перекладываются на конечных потребителей, стимулируя инфляцию, либо снижают рентабельность бизнеса, которая и так невысока относительно стоимости ресурсов для отраслей, производящих продукцию для внутреннего потребления и несырьевого экспорта. Поэтому для современной российской экономики стабильность (или хотя бы прогнозируемость) валютного курса – жизненно необходима для структурной перестройки и формирования суверенной экономики.

Отрицательное влияние ослабления рубля и роста волатильности курса на экономику признается и в годовом отчете Банка России за 2014 г.:

- «удорожание импортируемых инвестиционных товаров, снижение прибыли организаций, ухудшение неценовых условий кредитования и рост стоимости кредитных ресурсов вызвали снижение вложений в основной капитал в 2014 г. по сравнению с предыдущим годом на 2,7%. Низкая деловая активность привела к сокращению запасов материальных оборотных средств. В результате вклад валового накопления в экономический рост в 2014 году остался отрицательным» [4. С. 20];

- «доминирующими в 2014 г. являлись проинфляционные факторы, в первую очередь ослабление рубля, которое привело к росту цен на импортируемую промежуточную и конечную продукцию» [4. С. 21];

- «на динамике цен на продовольственные товары сказалось не только прямое, но и косвенное влияние снижения курса национальной валюты» [4. С. 22];
- «в условиях роста волатильности курса рубля в 2014 г. существенно увеличился интерес к валютным деривативам, используемым для хеджирования курсового риска, а также для совершения спекулятивных и арбитражных сделок» [4. С. 38];
- «ускорение роста цен на широкий круг товаров и услуг, обусловленное в первую очередь эффектом ослабления рубля, а также сохранение высокой экономической неопределенности оказало повышательное давление на инфляционные ожидания субъектов экономики, что создало риски для достижения цели по инфляции в среднесрочной перспективе» [4. С. 59].

Итак, **существует прямая связь между решением Банка России о переходе к режиму плавающего валютного курса, ослаблением курса рубля и невыполнением параметров единой государственной денежно-кредитной политики.** По оценкам Банка России, эффект переноса номинального эффективного курса рубля на инфляцию по состоянию на конец 2014 г. составил 0,13–0,15 [13]. По другим оценкам, девальвация рубля на 10% приводит к росту внутренних цен от 1,5 до 3% [14,15]. Увеличению индекса номинального эффективного курса к иностранным валютам в 2014 г. на 32,7% [4] соответствует прирост инфляции минимум на 4,3–4,9%. Ослабление рубля при сохраняющейся высокой доле импортных товаров в структуре потребления – основная причина резкого скачка инфляции.

Ужесточение мер валютного регулирования и контроля позволило бы избежать резкого падения и дальнейших колебаний валютного курса и не прибегать к ужесточению денежно-кредитной политики. В современных российских условиях меры валютного регулирования и контроля являются «меньшим злом» по сравнению с дальнейшим использованием косвенных «экономических» методов регулирования валютного рынка. Валютный контроль активно применяется за рубежом и не рассматривается как противоречащий целям экономического развития государств. Более того, он оказывает определенное протекционистское воздействие на развитие собственной экономики.

Для России как страны с формирующимся финансовым рынком **необходимы инструменты управления финансовым счетом, сдерживающие приток в страну спекулятивного капитала и вывод капитала за рубеж.** Такие инструменты позволяют снизить мультиплицирующий эффект влияния политических и экономических факторов на российский валютный рынок. Без принятия данных мер кризисные тенденции в политической и экономической сферах каждый раз будут сильно отражаться на курсе рубля, а падение его курса – усиливать кризисные проявления.

Именно поэтому, когда падение курса рубля в конце 2014 г. стимулировало рост инфляции, несмотря на декларации Банка России о переходе к плавающему курсу рубля, наблюдались ручное управление со стороны руководства страны и ведомств экономического блока по административному стимулированию продажи иностранной валюты компаниями-экспортерами, а также ее продажа Министерством финансов РФ. А усиление валютного контроля способствует смещению равновесного значения курса рубля в сторону его укрепления. Это позволит, не снижая курса рубля, сделать его «слабой» валютой с несколько заниженным курсом, снизить давление на рубль и пополнять валютные резервы, направляя столь необходимую рублевую массу в экономику страны.

Реальную угрозу для безопасности страны представляют санкции, ограничивающие доступ российских компаний на кредитный рынок. В связи с этим неконтролируемый рост международного корпоративного долга опасен не только для самих заемщиков, но и для стабильности экономики страны в целом. Поэтому необходимо **установить контроль над внешними заимствованиями со стороны российских компаний.** Такая мера носит вынужденный характер и обусловлена внешними угрозами. При этом необходимо проводить работу по постепенному частичному замещению ранее накопленных кредитов за счет внутренних источников.

В Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2014 год и период 2015 и 2016 годов [3] не учитывается возможность внешнего скоординированного намеренного воздействия на валютный рынок с целью его

дестабилизации. Игнорирование этого фактора труднообъяснимо, учитывая широкомасштабное политическое давление и международные санкции, направленные против России.

Курсовая политика Банка России зависит от Правительства РФ, поскольку величина доходов федерального бюджета непосредственно определяется курсом рубля. Это, с одной стороны, делает невозможным последовательное проведение Банком России политики плавающего курса, а с другой – говорит об отсутствии институциональной независимости Банка России от Правительства РФ, необходимой для проведения политики таргетирования инфляции.

В настоящее время Банком России установлены одинаковые нормативы обязательных резервов как по рублевым, так и валютным обязательствам кредитных организаций. Тем самым не использован механизм повышения привлекательности для клиентов банков рублевых операций, дестимулирующий переток рублей на валютный рынок.

Денежно-кредитная политика в интересах экономического роста

Анализ современной денежно-кредитной политики России и реальных условий ее осуществления позволяет сформулировать *комплекс предложений*, направленных на приведение денежно-кредитной политики в соответствие с государственными интересами экономического роста, инновационно-инвестиционного развития страны, а также устранение структурной деформации экономики.

- Признать необходимость подчинения денежно-кредитной политики общегосударственным целям экономической безопасности и роста. Отказаться от приоритетности снижения инфляции и абсолютизации ценности следования любым экономическим моделям в ущерб экономическому росту. Предусмотреть в качестве приоритетной цели денежно-кредитной политики создание условий для экономического роста, структурной перестройки и инновационно-инвестиционного развития российской экономики.

- Осуществлять комплексное таргетирование уровня инфляции и валютного курса рубля, определяя их целевые параметры в зна-

чениях, максимально стимулирующих экономический рост и инвестиции в отрасли, производящие продукцию для внутреннего потребления и несырьевой экспорт, науку и образование.

- Провести детальные научные исследования по определению влияния немонетарных факторов (инфляция издержек, включая коррупционный налог, монопольное ценообразование и административное регулирование цен; рост цен на импортные товары и услуги, в том числе в результате девальвации рубля; увеличение бюджетных расходов и др.) на уровень инфляции в России. При этом в зоне ответственности Банка России может находиться только монетарная компонента инфляции.

- Обнародовать механизм принятия Банком России решений по вопросам денежно-кредитной политики, прогнозируемые траектории инфляции и ключевой ставки, а также предоставлять развернутые объяснения по каждому случаю отклонения от прогноза сверх обозначенной величины.

- Разработать программу стимулирования внутреннего инновационного развития экономики, предусматривающую формирование инвестиционных фондов с государственным участием, налоговые каникулы для предприятий, ориентированных на импортозамещение и инвестирующих в создание новых современных мощностей.

- Создать механизмы эмиссии длинных денег, направляемых на финансирование инновационно-инвестиционного развития экономики России, через приобретение ценных бумаг контролируемых государством инвестиционных фондов. Для предотвращения стагфляции указанные механизмы должны предусматривать жесткий контроль за эффективностью и целевым характером использования инвестиций, не допускающий их нецелевой переток в сферу потребления и на валютный рынок.

- Продолжить снижение ключевой ставки с целью увеличения денежного предложения. Сформировать механизм льготного кредитования (с использованием кредитов Банка России) предприятий реального сектора экономики, признанных на конкурсной основе точками роста.

- Постепенно прекратить прием иностранных активов в качестве обеспечения по ломбардным кредитам в целях повышения

привлекательности для российских экономических субъектов рублевых активов.

- Разработать и проводить политику кредитного стимулирования потребления домашними хозяйствами российской продукции.
- Рекомендовать Банку России дифференцировать нормативы обязательных резервов, установив их по рублевым обязательствам кредитных организаций ниже, чем по обязательствам в иностранной валюте.
- Разработать механизм постепенного замещения предприятиями внешних валютных кредитов за счет российских источников, одновременно установив контроль за их новыми внешними заимствованиями.
- Провести делиберализацию валютного законодательства и усилить валютный контроль для перекрытия каналов оттока капитала и сокращения возможностей масштабных валютных спекуляций, в том числе имеющих внешнее скоординированное происхождение.
- Рекомендовать Банку России разработать механизм ограничений размера валютной позиции кредитных организаций при наличии у них обязательств перед Банком России для перекрытия канала перетока полученных от него ресурсов на валютный рынок.
- Отказаться от режима плавающего курса как не соответствующего текущему политическому и экономическому положению. Установить целевой коридор на уровне ниже равновесного курса рубля, существенный рост которого будет достигнут в результате усиления валютного контроля.
- Сформировать независимый научный совет при Банке России для предварительной и обязательной последующей научной экспертизы влияния на экономику страны решений, принимаемых в сферах денежно-кредитной политики и регулирования финансового рынка.

Литература

1. King M. Changes in UK Monetary Policy: Rules and Discretion in Practice // *Journal of Monetary Economics*. – 1997. – Vol. 39. – № 1. – P. 81–97.
2. Вудфорд М. Таргетирование инфляции: совершенствовать, а не списывать в утиль // *Вопросы экономики*. – 2014. – № 10. – С. 44–55.

3. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2014 год и период 2015 и 2016 годов. URL: [http://www.cbr.ru/publ/ondkp/on_2014\(2015-2016\).pdf](http://www.cbr.ru/publ/ondkp/on_2014(2015-2016).pdf)
4. Годовой отчет Банка России за 2014 год. URL: http://www.cbr.ru/publ/God/ar_2014.pdf
5. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2015 год и период 2016 и 2017 годов. URL: [http://www.cbr.ru/publ/ondkp/on_2015\(2016-2017\).pdf](http://www.cbr.ru/publ/ondkp/on_2015(2016-2017).pdf)
6. Федеральный закон РФ № 86-ФЗ от 10.07.2002 г. «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)». URL: <http://base.garant.ru/12127405/>
7. Аганбегян А.Г., Еришов М.В. О связи денежно-кредитной и промышленной политики в деятельности банковской системы России // Деньги и кредит. – 2013. – № 6. – С. 3–11.
8. Чаркин А.В. Мировой опыт инфляционного таргетирования // Финансовый журнал. – 2012. – № 1. – С. 115–128.
9. Федеральная служба государственной статистики. Исследование «Деятельная активность организаций в России в октябре 2014 года». URL: http://www.gks.ru/bgd/free/B04_03/IssWWW.exe/Stg/d04/220.htm
10. Юдаева К. О возможностях, целях и механизмах денежно-кредитной политики в текущей ситуации // Вопросы экономики. – 2014. – № 9. – С. 4–12.
11. Третьякова С.Н. Об эффективности инфляционного таргетирования в современных условиях // Банковское дело. – 2015. – № 3. – С. 11–14.
12. Буклемишев О. В ловушке геополитики: почему российскому ЦБ не позавидуешь. URL: <http://www.forbes.ru/mneniya/makroekonomika> (дата обращения: 18.09.2014).
13. Банк России. Доклад о денежно-кредитной политике. Декабрь 2014 года, № 4 (8). – С. 56. URL: http://www.cbr.ru/publ/ddcp/2014_04_ddcp.pdf
14. Любский М.С. Российская политика валютного курса // Российский внешнеэкономический вестник. – 2013. – № 3. – С. 48–58.
15. Ломиворотов Р. Влияние внешних шоков и денежно-кредитной политики на экономику России // Вопросы экономики. – 2014. – № 11. – С. 122–139.