

DOI: 10.26794/2587-5671-2021-25-1-6-21

УДК 336.71(045)

JEL G21, G28

## Оценка эффективности денежно-кредитной политики центральных банков

Г.Г. Господарчук<sup>а</sup> ✉, Е.С. Зеленева<sup>б</sup>

<sup>а</sup> Нижегородский государственный университет им. Н.И. Лобачевского, Нижний Новгород, Россия;

<sup>б</sup> Финансовый университет, Москва, Россия

<sup>а</sup> <https://orcid.org/0000-0003-3660-6779>; <sup>б</sup> <https://orcid.org/0000-0003-0892-6070>

✉ Автор для корреспонденции

### АННОТАЦИЯ

Мониторинг эффективности денежно-кредитной политики центральных банков играет важную роль в стратегическом управлении денежно-кредитной сферой не только на национальном, но и на глобальном уровне экономики. В связи с этим совершенствование методического инструментария, применяемого для целей этого мониторинга, представляет как научный, так и практический интерес, что определяет **актуальность** темы исследования. **Цель** исследования – разработка методического инструментария, позволяющего давать количественную и качественную оценку эффективности денежно-кредитной политики центральных банков. В работе использован целевой подход к определению эффективности денежно-кредитной политики, а также **методы** системно-структурного, сравнительного экономического и GAP анализа. Эмпирический анализ эффективности денежно-кредитной политики выполнен применительно к ряду стран за период 2014–2019 гг. на основе базы данных Всемирного банка и Банка России.

**Новизна исследования** состоит в использовании целевого подхода к анализу и оценке эффективности, опирающегося на особенности стратегического управления сферой денежно-кредитного обращения и позволяющего получать комплексную объективную оценку эффективности вне зависимости от разнообразия стратегических целей денежно-кредитной политики и механизмов их формирования в разных странах. В **результате** исследования разработана методика количественной оценки эффективности денежно-кредитной политики, сформированы критерии качественной оценки анализируемой эффективности. Получены **выводы** относительно изменения эффективности монетарной политики в разных странах, определены тенденции в эффективности денежно-кредитной политики Банка России и выявлены диспропорции в ее эффективности на уровне федеральных округов. Результаты исследования подтвердили применимость и практическую значимость разработанного инструментария анализа и оценки эффективности денежно-кредитной политики центральных банков. Их использование международными и национальными организациями позволит выявлять наилучшие практики реализации денежно-кредитной политики и рекомендовать их к применению в странах с низким уровнем эффективности стратегического управления сферой денежно-кредитного обращения.

**Ключевые слова:** денежно-кредитная политика; ценовая стабильность; таргетирование инфляции; эффективность; денежно-кредитное обращение; стратегическое управление

**Для цитирования:** Господарчук Г.Г., Зеленева Е.С. Оценка эффективности денежно-кредитной политики центральных банков. *Финансы: теория и практика*. 2021;25(1):6-21. DOI: 10.26794/2587-5671-2021-25-1-6-21

## Assessing the Effectiveness of Monetary Policy of Central Banks

G.G. Gospodarchuk<sup>а</sup> ✉, E.S. Zeleneva<sup>б</sup>

<sup>а</sup> Lobachevsky State University of Nizhni Novgorod, Nizhny Novgorod, Russia;

<sup>б</sup> Financial University, Moscow, Russia

<sup>а</sup> <https://orcid.org/0000-0003-3660-6779>; <sup>б</sup> <https://orcid.org/0000-0003-0892-6070>

✉ Corresponding author

### ABSTRACT

Monitoring the effectiveness of the monetary policy of central banks is a crucial factor in the strategic management of the monetary sphere, not only at the national but also at the global level of the economy. Therefore, improving the methodological tools for this monitoring is of both scientific and practical interest, which determines the **relevance** of

the research topic. The study **aims** to develop methodological tools to conduct a quantitative and qualitative assessment of the effectiveness of the monetary policy of central banks. The work uses a targeted **approach** to determining the effectiveness of the monetary policy, as well as **methods** of systemic-structural, comparative economic and GAP analysis. The empirical analysis of the effectiveness of the monetary policy in several countries for the period of 2014–2019 relies on the data of the World Bank and the Bank of Russia. **The novelty of the study** is in the targeted approach to the analysis and assessment of effectiveness. This approach is based on the specific features of strategic management of monetary circulation, which allows for a comprehensive objective assessment of the effectiveness regardless of the variety of strategic objectives of monetary policy and their development mechanisms in different countries. The study **resulted** in the methodology for quantitative assessment of monetary policy effectiveness and the criteria for qualitative evaluation of the analyzed effectiveness. The authors made **conclusions** regarding changes in the effectiveness of monetary policy in different countries, identified trends in the effectiveness of the monetary policy of the Bank of Russia, and revealed imbalances in its effectiveness at the level of federal districts. The results of the study confirmed the applicability and practical significance of the developed tools for analyzing and assessing the effectiveness of the monetary policy of central banks. By their means, international and national organizations will manage to identify best practices to implement monetary policy and recommend them for countries with low effectiveness of strategic management of monetary circulation.

**Keywords:** monetary policy; price stability; inflation targeting; effectiveness; monetary circulation; strategic management

**For citation:** Gospodarchuk G.G., Zeleneva E.S. Assessing the effectiveness of monetary policy of central banks. *Finance: Theory and Practice*. 2021;25(1):6-21. (In Russ.). DOI: 10.26794/2587-5671-2021-25-1-6-21

## ВВЕДЕНИЕ

Денежно-кредитная политика (ДКП), проводимая центральными банками (ЦБ), уже давно является весьма важной темой исследований. Большинство из них направлено на создание теорий денежно-кредитной политики, моделей или алгоритма действий центральных банков.

В настоящее время известны несколько базовых теорий, устанавливающих цели денежно-кредитной политики и методы достижения этих целей. Обзор данных теорий можно найти, например, в [1, 2]. Основными из них являются около 10 теорий, существуют также и их модификации. Анализ этих теорий указывает на наличие в них не только слабых мест, но и фундаментальных проблем, ставящих под вопрос принципиальную возможность применения этих теорий на практике. К числу этих проблем относятся:

1. Ограниченный набор моделей денежно-кредитной политики. Основных зависимых переменных в моделях всего две: величина денежной массы и рыночная ставка. В первом случае центральный банк следит за объемом денежной массы в обращении, поддерживая его на запланированном уровне. При этом процентная ставка формируется на основе рыночных механизмов, обеспечивающих сбалансированность спроса и предложения денег. В альтернативном варианте целевым ориентиром является процентная ставка, а объем денежной массы формируется на уровне, при котором обеспечивается равновесие на рынке денег для данной ставки. Таким образом, выбор одной из двух зависимых переменных, по сути, сводится к выбору

стиля управления денежным обращением между директивным и косвенным.

2. Проблемы с таргетированием валютного курса, состоящие в том, что курсы национальных валют зависят от монетарной политики других стран. Поэтому таргетирование валютных курсов приводит к тому, что денежно-кредитная политика страны попадает под влияние ДКП и состояния экономики других стран и может нанести ущерб национальным интересам.

3. Сложности с планированием необходимого объема денежной массы при директивном контроле ее величины. Во-первых, достаточно сложно спрогнозировать скорость обращения денег. Во-вторых, трудно рассчитать на перспективу объем сделок, которые должны обслуживать денежное обращение. В-третьих, в современной экономике значительная часть денег обращается в финансовом секторе, который формирует дополнительный спрос на деньги. Этот сектор обладает быстрой динамикой и плохо прогнозируется.

4. Проблемы с определением целевой процентной ставки. Они состоят в следующем. Во-первых, формулы для определения целей по процентным ставкам очень сложны, особенно их современные варианты. Во-вторых, структура процентных ставок разнообразна, в то время как формулы задают только одну из ставок. В-третьих, сам центральный банк может выдавать кредиты по ставке, отличающейся от ключевой. Отсюда следует, что рекомендации по таргетированию ставок находятся на уровне, достаточно далеком от практического применения. Решения об уровне ставок реально принимаются

центральными банками не по формулам, а путем голосования с оглядкой на побочные эффекты.

5. Проблемы с таргетированием уровня инфляции. Основная проблема при практической реализации этого режима денежно-кредитной политики состоит в том, что общая инфляция является суммой двух факторов. Первый — это монетарная инфляция, которая может управляться центральным банком. Второй фактор — немонетарная инфляция, которая находится вне зоны ответственности центрального банка и не в полной мере управляема имеющимися у него инструментами. Таким образом, при изменении денежной массы немонетарная инфляция будет в некоторой степени компенсировать монетарную, делая результаты политики инфляционного таргетирования непредсказуемыми.

Рассмотренные проблемы практической реализации моделей управления сферой денежно-кредитного обращения указывают на то, что осуществление монетарной политики на основе тех или иных теоретических подходов ненадежно в плане получаемого результата. В связи с этим появляется необходимость в разработке методического инструментария, позволяющего измерять эффективность ДКП как в количественном, так и в качественном аспекте. Желание разработать данный инструментарий послужило мотивацией настоящего исследования.

Исследование включает несколько разделов. Первый раздел представляет собой обзор публикаций, касающихся теоретических и методических аспектов анализируемой проблемы. Второй раздел включает описание разработанных индикаторов и критериев анализа и оценки эффективности денежно-кредитной политики центральных банков. Третий раздел — применение разработанного методического инструментария к анализу и оценке эффективности денежно-кредитной политики некоторых стран мира, включая Российскую Федерацию. Последний раздел содержит основные выводы.

## ОБЗОР ЛИТЕРАТУРЫ

Систематизация и обобщение научной и специальной литературы по теме исследования показывают, что в области анализа и оценки эффективности денежно-кредитной политики сформировались три основных направления.

Согласно первому направлению эффективность ДКП определяется ее влиянием на экономику страны. Считается, что эффективная монетарная политика приводит к экономическому росту и развитию, снижению безработицы, замедлению инфляции,

а также к повышению экономической и финансовой стабильности.

В рамках этого направления E. Alaoui и др. [3] исследовали результативность ДКП с точки зрения взаимосвязи между переменными денежно-кредитной политики и макроэкономическими переменными и установили, что эти взаимосвязи имеют неоднородные тенденции в разных временных масштабах. Кроме того, они пришли к выводу, что эффективность исламской денежно-кредитной политики зависит в большей мере от количества денег, а не от процентной ставки. Аналогичные выводы содержатся в работе L. Fan, Y. Yu и C. Zhang [4]. Авторы установили, что денежная масса оказывает активное влияние на будущие темпы инфляции и реальный объем производства, а официальные процентные ставки на эти факторы не влияют.

Fujiwara [5] провел исследование влияния нулевой номинальной процентной ставки на структурный разрыв выпуска в Японии. Результаты этого исследования показали, что чрезмерное смягчение денежно-кредитной политики может привести к структурному разрыву выпуска.

M. Vluhm проанализировал стратегии Бундесбанка [6] и пришел к выводу, что начиная с 1975 г. отличительной чертой стратегии Бундесбанка является ее нацеливание на рост денежных агрегатов, а также реальную экономическую активность и динамику инфляции.

Обобщая результаты научных исследований по данному направлению, следует отметить, что они содержат ряд дискуссионных моментов.

Во-первых, понятие эффективности денежно-кредитной политики подменяется понятием эффективности экономической политики.

Во-вторых, на состояние экономики влияет множество факторов, не являющихся монетарными. Разделение этого влияния — труднореализуемая задача.

В-третьих, влияние денежно-кредитной политики на макроэкономические показатели может быть разнонаправленным. Например, проведение стимулирующей монетарной политики может положительно влиять на уровень занятости и темпы экономического роста, но отрицательно — на уровень инфляции и состояние платежного баланса.

В-четвертых, уровень чувствительности макроэкономических показателей к изменению монетарной политики не является однозначным. Это подтверждается разными, иногда противоположными выводами, полученными в результате научных исследований.

Согласно второму направлению эффективность денежно-кредитной политики выражается в высокой проводимости каналов трансмиссионного механизма [7–9] и эффективности отдельных монетарных инструментов.

Так, например, Банк России выделяет следующие каналы трансмиссионного механизма: процентный, кредитный, балансовый, валютный и информационный (канал инфляционных ожиданий) как наиболее значимые, а также канал благосостояния, денежных потоков и принятия риска как менее значимые<sup>1</sup>. При этом авторы научных публикаций (см., например, [10, 11]) ограничивают оценку эффективности денежно-кредитной политики Банка России анализом одного или нескольких каналов, не исследуя трансмиссионный механизм полностью. В частности, Е.С. Федоровская и Д.В. Бураков [10] оценили проводимость кредитного канала трансмиссионного механизма ДКП Банка России с использованием модели векторной авторегрессии. На основе полученных результатов авторы сформировали рекомендации по повышению эффективности денежно-кредитной политики в России в целом. Аналогичное исследование провела Е.С. Федоровская [12] для процентного канала.

Проблемы проводимости каналов трансмиссионного механизма нашли отражение в публикациях зарубежных авторов. Так, М. Hossain и W.F. Ibon [13] использовали оценку проводимости различных каналов трансмиссионного механизма для анализа эффективности денежно-кредитной политики в Бангладеш.

P.L. Siklosa и M.T. Bohlb [14] дали оценку эффективности денежно-кредитной политики в Германии путем анализа воздействия коммуникаций Бундесбанка и процентных ставок на уровень инфляции, а E.D. Naiborhu [9] была проведена оценка эффективности кредитного канала трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики Индонезии с помощью моделирования роста банковского кредита в зависимости от шоков денежно-кредитной политики.

M. Were и др. [7] провели оценку эффективности денежно-кредитной политики Кении на основе моделирования процентного и кредитного каналов трансмиссионного механизма. Авторы оценили передачу импульса от процентных ставок к инфляции и совокупному спросу.

G. Lopez-Buenache [8] была исследована эволюция трансмиссионного механизма денежно-кре-

дитной политики в США после Великой рецессии посредством оценки чувствительности экономики к шокам денежно-кредитной политики.

Эффективность влияния процентных ставок на инфляцию в Южной Африке была рассмотрена в работе A. Iddrisu и I.P. Alagidede [15]. В ней авторы оценили проводимость процентного и кредитного канала трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, используя модель векторной авторегрессии.

Исследование эффективности денежно-кредитной политики через эффективность монетарных инструментов также нашло отражение в работах как российских, так и зарубежных авторов. Так, например, О.В. Гордячкова и Е.В. Романова [16] исследовали влияние различных инструментов денежно-кредитной политики на инфляцию, денежную массу M2 и валютный курс.

Ю.В. Всяких и М.А. Кочергин [11] оценили эффективность денежно-кредитной политики путем нахождения корреляции между ключевой ставкой и инфляцией.

K. Primus [17] было проведено сравнение эффективности прямых и косвенных инструментов денежно-кредитной политики на Барбадосе, Ямайке, Тринидаде и Тобаго. Автор пришел к выводу, что центральные банки в небольших открытых экономиках должны рассмотреть возможность использования резервных требований в качестве дополнения к политике процентных ставок для достижения своих макроэкономических целей.

Подводя итог научным исследованиям в данном направлении, следует отметить, что эффективность одного или нескольких каналов трансмиссионного механизма означает эффективность самого трансмиссионного механизма, а не денежно-кредитной политики в целом. Корреляция монетарного инструмента и целевого ориентира денежно-кредитной политики подразумевает возможность достижения поставленной цели с использованием данного инструмента, но не всегда означает, что цель будет достигнута только за счет этого инструмента.

Третье направление исследований — методы и инструменты анализа и оценки эффективности денежно-кредитной политики центральных банков.

В рамках этого направления С.Е. Дубова и С.В. Кузнецова [18] разработали методику количественной и качественной оценки эффективности ДКП с применением прямого и косвенного способов расчета. Прямой способ состоит в определении интегрального показателя, рассчитанного балльно-весовым методом, исходя из потребностной, целевой

<sup>1</sup> Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2020 год и период 2021 и 2022 годов. Банк России. 2019. URL: [http://www.cbr.ru/content/document/file/87358/on\\_2020\(2021–2022\).pdf](http://www.cbr.ru/content/document/file/87358/on_2020(2021–2022).pdf) (дата обращения: 10.11.2020).

и экономической эффективности ДКП. При этом цели денежно-кредитной политики увязываются с макроэкономическими целями, отражающими потребности экономики, а в качестве критериев эффективности денежно-кредитной политики рассматривается динамика макроэкономических показателей. Косвенный способ заключается в оценке эффективности ДКП через отношение достигнутых целей к недостигнутым целям.

Ю. Ю. Платонова и А. А. Терехова [19] оценивают эффективность денежно-кредитной политики с использованием показателей динамики валютного курса, индекса потребительских цен и денежной массы. Аналогичный подход, основанный на показателях динамики, применяют П. В. Антонов и О. О. Злобина [20]. Они предлагают оценивать эффективность денежно-кредитной системы путем расчета и анализа динамики кредитного и банковского мультипликатора, а также коэффициента монетизации.

А. Тихонов и А. Левенков [21] в оценке эффективности ДКП используют отклонения разрыва выпуска ВВП, темпов инфляции, сальдо баланса текущих операций в процентах к ВВП, отношение агрегата М3 к ВВП и индекса системного риска от их средних значений. Авторы рекомендуют оценивать эффективность ДКП на основе комплексного показателя, включающего частные показатели, нормированные, исходя из их стандартных отклонений.

С. Pattipeilohy и др. [22] для анализа денежно-кредитной политики предлагают использовать трехмесячные процентные ставки, оказывающие существенное влияние на доходность финансовых инструментов, инфляцию и разрыв выпуска.

Обобщение и систематизация публикаций по данному направлению позволяет констатировать следующее.

Во-первых, анализ и оценка эффективности денежно-кредитной политики опираются на использование интегральных показателей эффективности, рассчитанных балльно-весовым методом, что вносит элемент субъективизма в результаты расчета.

Во-вторых, анализ эффективности предлагается осуществлять на основе методов, предназначенных для анализа тенденций макроэкономических показателей и их устойчивости, что не соответствует методологии стратегического управления денежно-кредитной сферой.

В целом анализ публикаций в рамках всех рассмотренных направлений позволяет выявить следующие основные недостатки в оценке эффективности денежно-кредитной политики центральных банков:

- отождествление целей денежно-кредитной политики с целями экономической политики;
- замена понятия эффективности ДКП понятиями эффективности трансмиссионного механизма и эффективности монетарных инструментов;
- отсутствие методического инструментария, позволяющего осуществлять оценку эффективности денежно-кредитной политики с позиции стратегического управления сферой денежно-кредитного обращения, которому следуют центральные банки.

В связи с этим цель настоящего исследования состоит в разработке научно-обоснованного и удобного в применении методического инструментария, позволяющего давать объективную количественную и качественную характеристику эффективности денежно-кредитной политики центральных банков в контексте стратегического управления сферой денежно-кредитного обращения.

## МЕТОДОЛОГИЯ ИССЛЕДОВАНИЯ

В отличие от определений эффективности бизнеса, построенных в основном на соотношении результатов и затрат, методология анализа и оценки эффективности денежно-кредитной политики с позиции стратегического управления сферой денежно-кредитного обращения имеет ярко выраженную специфику. Эта специфика состоит в том, что политика является элементом управления, а эффективность управления — это умение формировать цели и механизмы, обеспечивающие достижение этих целей. С этой точки зрения использование целевого подхода представляется наиболее обоснованным по сравнению с подходами, основанными на динамике макроэкономических показателей или на оценке эффективности отдельных каналов и инструментов трансмиссионного механизма.

Применение целевого подхода предполагает выбор целевых ориентиров и установление их целевых значений на перспективу (как правило, на среднесрочный период), а также сравнение этих целевых (плановых) значений с фактически достигнутым уровнем.

Выбор целевых ориентиров ДКП — это определение ее режима. В настоящее время выделяются следующие режимы денежно-кредитной политики:

1. Таргетирование инфляции, направленное на достижение ценовой стабильности<sup>2</sup>. В условиях таргетирования инфляции важнейшей задачей

<sup>2</sup> Сайт Центрального банка РФ. URL: <https://cbr.ru/DKP/> (дата обращения: 10.11.2020).

является выбор индикатора инфляции и определение его целевого уровня. Большинство стран в качестве индикатора инфляции использует индекс потребительских цен (ИПЦ), в расчет которого включаются цены широкого набора товаров и услуг. Выбор данного индикатора в качестве целевого обусловлен тем, что, хотя базовый индекс потребительских цен менее волатилен и в большей степени поддается воздействию мер денежно-кредитной политики, индекс потребительских цен лучше характеризует изменение стоимости жизни, и его динамика влияет на формирование инфляционных ожиданий субъектов экономики.

2. Таргетирование валютного курса. Данный режим подразумевает стабилизацию курса национальной валюты по отношению к валютам других стран. Курс национальной валюты поддерживается путем проведения валютных интервенций центральным банком для достижения определенного ценового соотношения на внутреннем и внешнем рынках [23].

3. Денежное таргетирование. Данный вид таргетирования означает установление среднесрочных целей в виде значений денежных агрегатов. Он приемлем в случае высокой доли монетарных составляющих в структуре факторов экономического и финансового развития государства [24].

4. Таргетирование номинального ВВП на основе показателей реального ВВП и инфляции [25]. Основным преимуществом рассматриваемого режима является возможность мониторинга макроэкономических показателей и осуществление денежно-кредитной политики в соответствии с результатами экономического мониторинга. В рамках режима таргетирования номинального ВВП денежно-кредитная политика должна консолидироваться с другими видами экономической политики с целью обеспечения экономического роста.

5. Таргетирование кредита. Этот режим подразумевает установление целевого значения объема кредитования или прироста совокупной массы кредитных ресурсов [26, 27].

6. Таргетирование процентных ставок. Режим означает поддержание ставок денежного рынка на заданном уровне [28].

7. Таргетирование без явного номинального якоря [29]. Данный режим состоит в том, что центральные банки, наряду с монетарными, применяют иные режимы, например, такие как таргетирование занятости, экономического роста и т.д.<sup>3</sup>

<sup>3</sup> Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy. The Federal Reserve System. 2020. URL: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/review-of-monetary-policy-strategy-tools-and-communications-statement-on-longer-run-goals-monetary-policy-strategy.htm> (дата обращения: 25.10.2020).

В настоящее время наиболее популярным режимом денежно-кредитной политики является режим инфляционного таргетирования. Он применяется в 41 стране мира, на которые приходится более трети мирового ВВП. Его используют центральные банки Австралии, Бразилии, Великобритании, России, Японии и др. Кроме того, Еврозона и США, официально не заявившие о введении режима инфляционного таргетирования, также устанавливают среднесрочные цели по инфляции. Вместе с ними доля стран, устанавливающих целевые значения по инфляции, достигает в мировом ВВП 75%<sup>4</sup>.

В связи с многообразием режимов и целей денежно-кредитной политики для определения ее эффективности предлагаем использовать следующие разработанные нами модели:

$$E = 1 - \sqrt{\frac{Z_1^2 + Z_2^2 + \dots + Z_n^2}{n}}, \quad (1)$$

где:  $E$  — индекс эффективности денежно-кредитной политики;

$Z$  — показатель отклонения фактических значений целевого показателя ДКП от его плановых значений, рассчитывается для каждого целевого показателя по формуле (2);

$n$  — количество целевых показателей ДКП.

$$Z = \frac{F - P}{\max(P, \beta)}, \quad (2)$$

где:  $F$  — фактическое значение целевого показателя ДКП, %;

$P$  — плановое значение целевого показателя ДКП, %;

$\beta$  — минимальное значение целевого показателя  $P$ , определяемое точностью измерения, %.

В моделях (1), (2) показатель  $Z$  может быть как положительным, так и отрицательным. Знак показателя зависит от того, в какую сторону произошло отклонение от плана. При отсутствии отклонений  $Z = 0$ . Показатель  $E$  при отсутствии отклонений от

[federalreserve.gov/monetarypolicy/review-of-monetary-policy-strategy-tools-and-communications-statement-on-longer-run-goals-monetary-policy-strategy.htm](https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/review-of-monetary-policy-strategy-tools-and-communications-statement-on-longer-run-goals-monetary-policy-strategy.htm) (дата обращения: 25.10.2020).

<sup>4</sup> Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2020 год и период 2021 и 2022 годов. Банк России. 2019. URL: [http://www.cbr.ru/content/document/file/87358/on\\_2020\(2021-2022\).pdf](http://www.cbr.ru/content/document/file/87358/on_2020(2021-2022).pdf) (дата обращения: 10.11.2020).

плана равен 1, при наличии отклонений он уменьшается. Теоретически при сильных отклонениях от плана,  $E$  может стать меньше нуля, хотя на практике такая ситуация выглядит аномальной. Квадратный корень вычитается из единицы для того, чтобы в результате наибольшая эффективность соответствовала 1, а наименьшая — 0.

Показатель  $\beta$  в формуле (2) используется для корректировки целевых показателей, у которых плановое значение близко к нулю или равно нулю. Поскольку плановое значение ( $P$ ) целевого показателя ( $Z$ ) расположено в знаменателе формулы (2), его значение, близкое к нулю или равное нулю, приведет к чрезмерно сильному влиянию соответствующего показателя  $Z$  на общий индекс  $E$ . В качестве показателя  $\beta$  целесообразно использовать погрешность измерения соответствующего целевого показателя ДКП.

Масштаб применения предложенных моделей (1), (2) ограничивается наличием официальных количественно выраженных целей денежно-кредитной политики. При этом количественное выражение целей должно быть точечным.

Однако на практике используются разные варианты количественного выражения целей денежно-кредитной политики:

- конкретное (точечное) значение цели;
- целевая точка с диапазоном допустимых отклонений;
- целевой диапазон.

Так, например, точечное значение цели по инфляции устанавливается центральными банками Великобритании — 2%, Швеции — 2%, Японии — 2%. Некоторые центральные банки, таргетирующие инфляцию, чтобы подчеркнуть невозможность достижения цели с высокой точностью, в качестве типа цели выбирают точку с диапазоном допустимых отклонений или целевой диапазон. При этом диапазон допустимых значений достигает ( $\pm 2$  п.п.), а целевой диапазон находится в пределах 4 п.п.<sup>5</sup> Например, конкретное значение цели по инфляции

<sup>5</sup> Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2018 год и период 2019 и 2020 годов. Банк России. 2018. URL: [https://www.cbr.ru/Content/Document/File/48129/on\\_2018\(2019-2020\).pdf](https://www.cbr.ru/Content/Document/File/48129/on_2018(2019-2020).pdf). (дата обращения: 10.11.2020); Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2014 год и период 2015 и 2016 годов. Банк России. 2013. URL: [http://www.cbr.ru/content/document/file/87373/on\\_2014\(2015-2016\).pdf](http://www.cbr.ru/content/document/file/87373/on_2014(2015-2016).pdf). (дата обращения: 10.11.2020); Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2015 год и период 2016 и 2017 годов. Банк России. 2015. URL: [http://www.cbr.ru/content/document/file/87372/on\\_2015\(2016-2017\).pdf](http://www.cbr.ru/content/document/file/87372/on_2015(2016-2017).pdf). (дата обращения: 10.11.2020).

с диапазоном допустимых отклонений используют центральные банки России ( $4\pm 1,5$ )%, Канады ( $2\pm 1$ )%, Турции ( $5\pm 2$ )%, Индии ( $4\pm 2$ )%, Бразилии ( $4,5\pm 2$ )%. Целевой диапазон применяют центральные банки Израиля ( $1-3$ )%, Австралии ( $2-3$ )%, ЮАР ( $3-6$ )%, Ямайки ( $4-6$ )%.

В связи с формированием целей по инфляции в виде целевого диапазона возникает проблема выбора точечного значения инфляции. Эта проблема может быть решена путем использования среднего значения диапазона в качестве точечного значения целевого показателя.

Предложенные модели (1), (2) позволяют дать только количественную оценку эффективности денежно-кредитной политики. Для получения качественной характеристики эффективности нами была разработана специальная оценочная шкала (табл. 1).

В оценочной шкале (см. табл. 1) присутствуют пять вариантов качественных характеристик эффективности денежно-кредитной политики: высокая, хорошая, удовлетворительная, низкая, неэффективная, а также критерии, позволяющие отнести количественную оценку эффективности денежно-кредитной политики к тому или иному качественному уровню. Диапазоны качественных характеристик были сформированы путем деления максимального значения количественной оценки эффективности денежно-кредитной политики ( $E = 100\%$ ) на 4 равные части.

## РЕЗУЛЬТАТ

Разработанный методический инструментарий был использован для оценки эффективности денежно-кредитной политики в развивающихся (Россия, Индия, Бразилия, Турция) и развитых (Швеция, Канада, Великобритания и Япония) странах мира<sup>6</sup> за период 2014–2019 гг. Исходные данные для расчета эффективности денежно-кредитной политики этих стран приведены в *Приложениях 1 и 2*. Выбор стран был обусловлен наличием в денежно-кредитной политике центральных банков этих стран количественно выраженных целей. Период анализа был определен доступностью данных, используемых в расчетах. Расчет эффективности денежно-кредитной политики осуществлялся с использованием моделей (1), (2). Показатель  $\beta$  был принят условно на уровне 1,0%.

На *рис. 1* представлена динамика индекса эффективности денежно-кредитной политики в развивающихся странах.

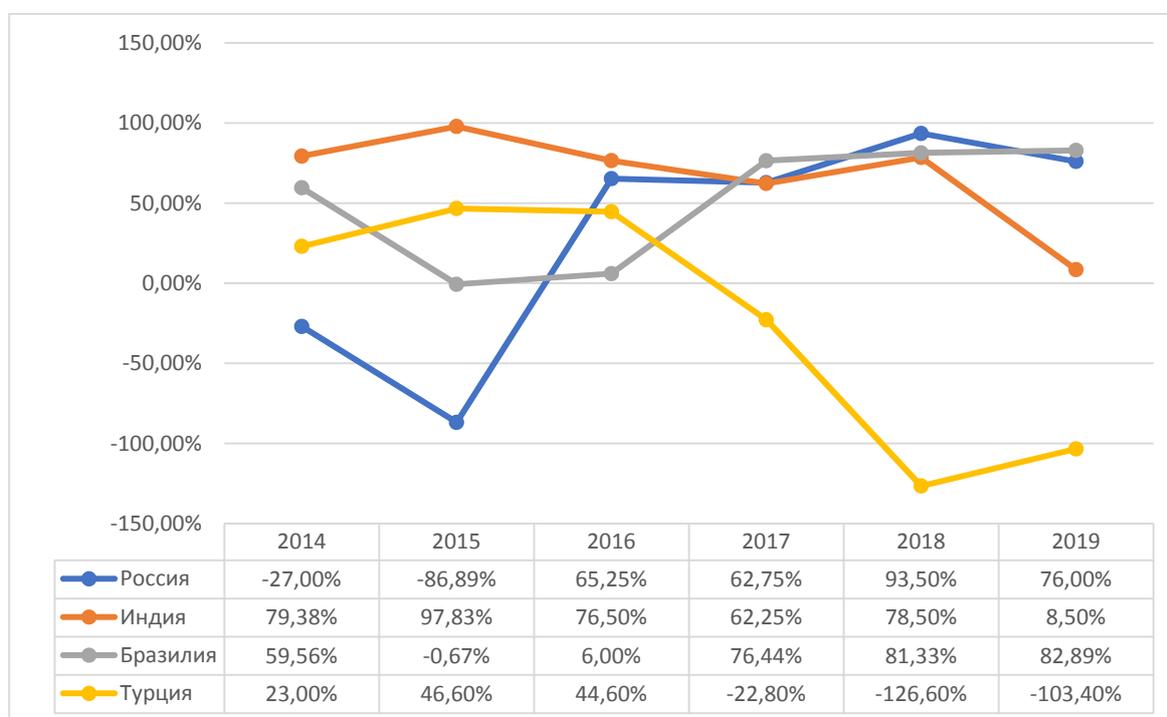
<sup>6</sup> Официальный сайт МВФ. URL: <https://www.imf.org/external/index.htm> (дата обращения: 25.10.2020).

Таблица 1 / Table 1

**Шкала качественной оценки эффективности денежно-кредитной политики /  
Scale of qualitative assessment of the effectiveness of monetary policy**

Уровни эффективности денежно-кредитной политики / Effectiveness levels of monetary policy	Критерии эффективности денежно-кредитной политики, % / Criteria for the effectiveness of monetary policy, %
Высокая	$75 < E \leq 100$
Хорошая	$50 < E \leq 75$
Удовлетворительная	$25 < E \leq 50$
Низкая	$0 < E \leq 25$
Неэффективная	$E \leq 0$

Источник / Source: составлено авторами / compiled by the authors.



**Рис. 1 / Fig. 1. Эффективность денежно-кредитной политики России, Индии, Бразилии и Турции в 2014–2019 гг. / Effectiveness of the monetary policy in Russia, India, Brazil and Turkey in 2014–2019**

Источник / Source: составлено авторами по данным Банка России и Всемирного банка / compiled by the authors based on data from the Bank of Russia and the World Bank. URL: [http://www.cbr.ru/content/document/file/87358/on\\_2020\(2021–2022\).pdf](http://www.cbr.ru/content/document/file/87358/on_2020(2021–2022).pdf); <https://www.worldbank.org/> (дата обращения: 10.11.2020) / (accessed on 10.11.2020).

На рис. 1 видно снижение эффективности денежно-кредитной политики в России и Бразилии в 2015 г., которое было вызвано падением цен на энергоресурсы и девальвацией национальной валюты. В дальнейшем, по мере снижения негативного влияния внешних факторов и реализации решений центральных банков, направленных на стабилизацию цен, эффективность денежно-кредитной политики этих стран стала

повышаться и к концу анализируемого периода достигла высокого уровня (табл. 2).

В Индии и Турции наблюдалась противоположная динамика. В Индии индекс эффективности оставался на хорошем и высоком уровне до 2019 г. Это связано с тем, что Индия в 2014 г. только начала осуществлять переход к режиму инфляционного таргетирования и обозначила реальные для достижения цели по инфляции: 8% на 2014 г., 6% на 2015 г. и 4%

Таблица 2 / Table 2

**Качественная оценка эффективности денежно-кредитной политики в России, Индии, Бразилии и Турции в 2014–2019 гг. / Qualitative assessment of the effectiveness of the monetary policy in Russia, India, Brazil and Turkey in 2014–2019**

	Россия / Russia	Индия / India	Бразилия / Brazil	Турция / Turkey
2014	Неэффективная	Высокая	Хорошая	Низкая
2015	Неэффективная	Высокая	Неэффективная	Удовлетворительная
2016	Хорошая	Высокая	Низкая	Удовлетворительная
2017	Хорошая	Хорошая	Высокая	Неэффективная
2018	Высокая	Высокая	Высокая	Неэффективная
2019	Высокая	Низкая	Высокая	Неэффективная

Источник / Source: составлено авторами по данным Банка России и Всемирного банка / compiled by the authors based on data from the Bank of Russia and the World Bank. URL: [http://www.cbr.ru/content/document/file/87358/on\\_2020](http://www.cbr.ru/content/document/file/87358/on_2020) (2021–2022).pdf; <https://www.worldbank.org/> (дата обращения: 10.11.2020) / (accessed on 10.11.2020).

на 2016 г.<sup>7</sup> Гибкий подход к формированию целей денежно-кредитной политики позволил удерживать инфляцию вблизи установленных целевых значений. Однако в 2019 г. индекс эффективности денежно-кредитной политики Банка Индии снизился до 8,5%. Это было связано с проливными дождями, которые уничтожили значительную часть урожая. В результате погодных условий произошел резкий рост розничных цен, который не удалось сдержать использованием монетарных инструментов.

В Турции индекс эффективности денежно-кредитной политики на протяжении всего анализируемого периода находился на низком уровне. При этом с 2016 г. он начал резкое снижение, в результате которого ушел в отрицательную зону. Минимального значения индекс эффективности достиг в 2018 г. При этом максимальное отклонение фактических значений инфляции от целевого уровня наблюдалось в октябре 2018 г. (около 20 п. п.). Причинами значительного ускорения инфляции в 2018 г. были как внешние, так и внутренние факторы. В частности, в августе 2018 г. произошло резкое ослабление лиры (за 2018 г. ее курс снизился на 40%) на фоне торгового конфликта с США и оттока капитала из стран с формирующимися рынками.

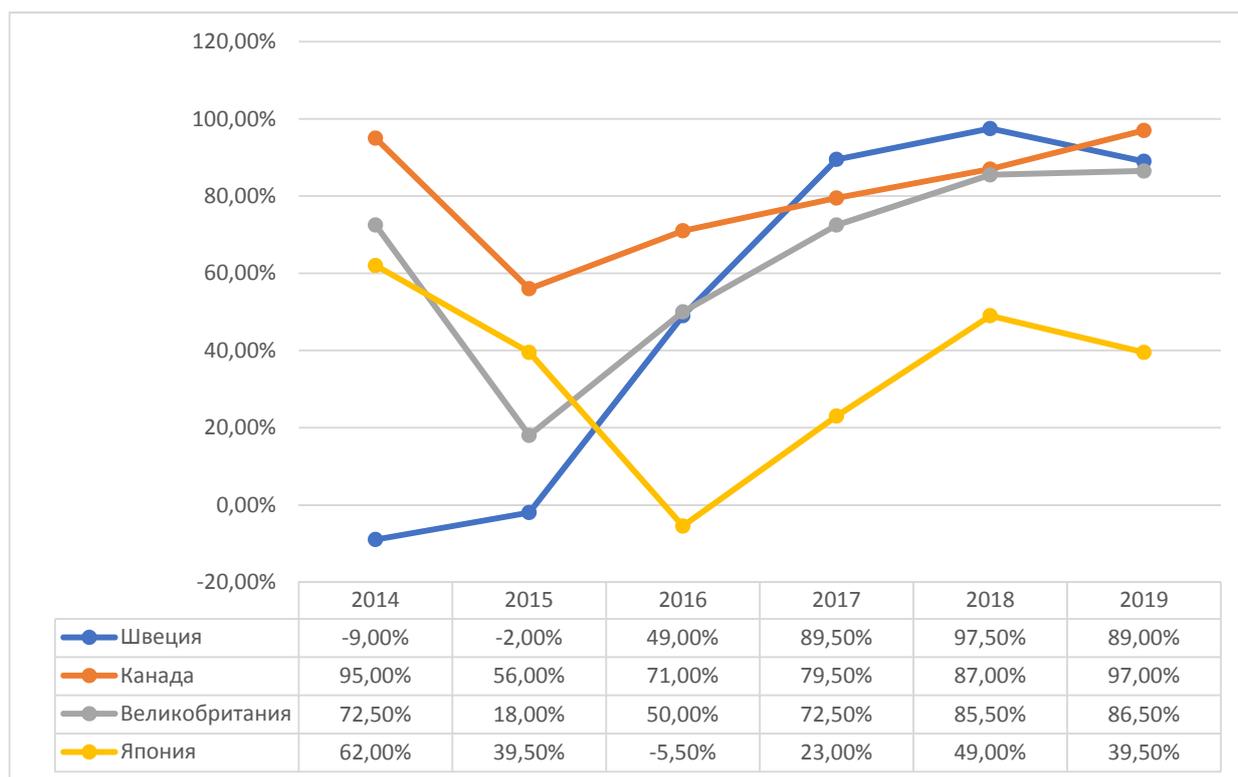
На рис. 2 представлена динамика индекса эффективности денежно-кредитной политики в развитых странах.

Графический анализ (см. рис. 2) показывает спад эффективности ДКП в 2015 г. с последующим ее восстановлением в таких странах, как Канада, Великобритания и Япония. При этом низкая эффективность денежно-кредитной политики в этих странах была связана не с высокой инфляцией, как в развивающихся странах, а, наоборот, с чрезмерно низкими темпами роста потребительских цен и даже дефляцией. Например, в Японии инфляция сохранялась ниже 1% с 2015 по 2019 г. при ее целевом значении 2%. На общем фоне выделяется устойчивый рост индекса эффективности денежно-кредитной политики Банка Швеции, который с отрицательных значений в начале анализируемого периода сумел достичь высокого уровня уже в 2017 г. В то же самое время эффективность денежно-кредитной политики Банка Японии, напротив, снизилась с уровня «хорошая» в 2014 г. до уровня «низкая» в 2017 г. (табл. 3). В последующие годы индекс эффективности ДКП Банка Японии начал медленно повышаться, но в 2019 г. так и не сумел достичь уровня 2014 г.

Результаты сравнительного анализа эффективности денежно-кредитной политики развитых и развивающихся стран показывают, что наилучших результатов по эффективности ДКП в 2019 г. добились Канада — 97,0%, Швеция — 89,0%, Великобритания — 86,5%, Бразилия — 82,89%, Россия — 76,0%. Эти показатели отражают наилучшие практики реализации денежно-кредитной политики, поэтому требуют внимательного рассмотрения с целью дальнейшего тиражирования на страны с низким уровнем эффективности стратегического управления сферой денежно-кредитного обращения.

Подводя итог вышеизложенному, следует отметить, что предлагаемый методический инстру-

<sup>7</sup> Report of the Expert Committee to Revise and Strengthen the Monetary Policy Framework. Reserve Bank of India. 2014. URL: <https://www.rbi.org.in/Scripts/PublicationReportDetails.aspx?UrlPage=&ID=743> (дата обращения: 10.11.2020).



**Рис. 2 / Fig. 2. Эффективность денежно-кредитной политики в Швеции, Канаде, Великобритании и Японии в 2014–2019 гг. / Effectiveness of the monetary policy in Sweden, Canada, the UK and Japan in 2014–2019**

Источник / Source: составлено авторами по данным Банка России и Всемирного банка / compiled by the authors based on data from the Bank of Russia and the World Bank. URL: [http://www.cbr.ru/content/document/file/87358/on\\_2020\(2021–2022\).pdf](http://www.cbr.ru/content/document/file/87358/on_2020(2021–2022).pdf); <https://www.worldbank.org/> (дата обращения: 10.11.2020) / (accessed on 10.11.2020).

Таблица 3 / Table 3

**Качественная оценка эффективности денежно-кредитной политики в Швеции, Канаде, Великобритании и Японии в 2014–2019 гг. / Qualitative assessment of the effectiveness of the monetary policy in Sweden, Canada, Great Britain and Japan in 2014–2019**

	Швеция / Sweden	Канада / Canada	Великобритания / UK	Япония / Japan
2014	Неэффективная	Высокая	Хорошая	Хорошая
2015	Неэффективная	Хорошая	Низкая	Удовлетворительная
2016	Удовлетворительная	Хорошая	Удовлетворительная	Неэффективная
2017	Высокая	Высокая	Хорошая	Низкая
2018	Высокая	Высокая	Высокая	Удовлетворительная
2019	Высокая	Высокая	Высокая	Удовлетворительная

Источник / Source: составлено авторами по данным Банка России и Всемирного банка / compiled by the authors based on data from the Bank of Russia and the World Bank. URL: [http://www.cbr.ru/content/document/file/87358/on\\_2020\(2021–2022\).pdf](http://www.cbr.ru/content/document/file/87358/on_2020(2021–2022).pdf); <https://www.worldbank.org/> (дата обращения: 10.11.2020) / (accessed on 10.11.2020).

ментарий, предназначенный для анализа и оценки эффективности денежно-кредитной политики в разных странах, может быть использован для этих же целей внутри стран в разрезе их территориальных образований. Так, применение указанного

инструментария к анализу эффективности денежно-кредитной политики Банка России в разрезе федеральных округов позволило выявить территориальные дисбалансы в уровне достижений целей по инфляции (табл. 4).

**Территориальная дифференциация эффективности денежно-кредитной политики Банка России в 2019 г. / Territorial differentiation of the effectiveness of the monetary policy of the Bank of Russia in 2019**

Показатель / Indicator	ЦФО / Central Federal District	СЗФО / Northwestern Federal District	ЮФО / Southern Federal District	СКФО / North Caucasian Federal District	ПФО / Volga Federal District	УФО / Ural Federal District	СФО / Siberian Federal District	ДФО / Far Eastern Federal District
Цель по инфляции	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Инфляция фактическая	3,0	3,0	2,7	3,2	2,7	3,1	3,6	3,9
Индекс эффективности ДКП	0,75	0,75	0,68	0,80	0,68	0,78	0,90	0,98
Уровень эффективности ДКП	Хорошая	Хорошая	Хорошая	Высокая	Хорошая	Высокая	Высокая	Высокая

Источник / Source: составлено авторами по данным Банка России / compiled by the authors based on data from the Bank of Russia and the World Bank. URL: [http://www.cbr.ru/content/document/file/87358/on\\_2020\(2021-2022\).pdf](http://www.cbr.ru/content/document/file/87358/on_2020(2021-2022).pdf) (дата обращения: 10.11.2020) / (accessed on 10.11.2020).

Как видно из табл. 4, в 2019 г. наилучших показателей по эффективности денежно-кредитной политики достиг Дальневосточный федеральный округ. Этому способствовали государственные меры, направленные на развитие экономики этого округа. Реализация мер государственной поддержки привела к росту кредитной активности реального сектора экономики и увеличению платежеспособного спроса на товары и услуги более высокими темпами, чем в других округах.

Менее значительные результаты показали Южный и Приволжский федеральные округа. Несмотря на то что эффективность денежно-кредитной политики в этих округах находилась на хорошем уровне, повышение в них индекса эффективности ДКП позволило бы поднять эффективность денежно-кредитной политики Банка России в масштабе всей страны.

### ВЫВОДЫ

Мониторинг эффективности денежно-кредитной политики центральных банков играет важную роль в стратегическом управлении сферой денежно-кредитного обращения. В связи с этим совершенствование оценки эффективности денежно-кредитной политики представляет как научный, так и практический интерес. Однако анализ научных исследований по данной проблеме пока-

зал отсутствие методического инструментария, позволяющего осуществлять оценку эффективности денежно-кредитной политики с позиции стратегического управления денежно-кредитной сферой, которому следуют центральные банки.

В связи с этим целью настоящего исследования стала разработка научно обоснованного и удобного в применении методического инструментария, позволяющего давать объективную количественную и качественную характеристику эффективности денежно-кредитной политики центральных банков в контексте стратегического управления сферой денежно-кредитного обращения.

В результате исследования была разработана методика количественной оценки эффективности ДКП на основе расчета индекса эффективности. Индекс эффективности является интегральным показателем, включающим частные индексы эффективности, соответствующие отдельным целям денежно-кредитной политики. Одновременно были разработаны критерии качественной оценки эффективности монетарной политики центральных банков, позволяющие группировать страны и их территориальные образования по уровням эффективности. Таким образом, проведенное исследование развивает теорию и методологию эффективности систем управления в части выбора

критериев и методов общей оценки эффективности управления денежно-кредитной сферой.

Новизна результатов исследования состоит в использовании целевого подхода к анализу и оценке эффективности монетарной политики центральных банков, соответствующего методологии стратегического управления сферой денежно-кредитного обращения. Этот подход предполагает выбор целевых ориентиров и установление их целевых значений на перспективу, а также сравнение этих целевых (плановых) значений с фактически достигнутым уровнем. Данный подход позволяет получать комплексную объективную оценку эффективности вне зависимости от разнообразия стратегических целей денежно-кредитной политики и механизмов их формирования в разных странах.

Разработанный на основе целевого подхода методический инструментарий имеет объективный

характер, поскольку опирается на официальные данные центральных банков, международных финансовых организаций и органов статистики, находящиеся в открытом доступе. По этой же причине он становится доступным для использования в аналитических целях широкому кругу заинтересованных лиц.

В целом, результаты эмпирического исследования подтвердили применимость разработанного инструментария анализа и оценки эффективности денежно-кредитной политики центральных банков. Его использование на глобальном и национальных уровнях управления сферой денежно-кредитного обращения позволит выявлять наилучшие практики реализации денежно-кредитной политики и рекомендовать их к использованию в странах с низким уровнем эффективности стратегического управления денежно-кредитной сферой.

### БЛАГОДАРНОСТЬ

Исследование выполнено при финансовой поддержке Российского фонда фундаментальных исследований (РФФИ) в рамках научного проекта № 18–010–00232 А «Методология многоуровневой системы диагностики и регулирования финансовой стабильности» 2018–2020 гг. Нижегородский государственный университет им. Н.И. Лобачевского, Нижний Новгород, Россия.

### ACKNOWLEDGEMENTS

The study was funded by Russian Foundation for Basic Research (RFBR) according to the research project No. 1801000232 A “Methodology of multilevel system of diagnostics and regulation of financial stability” year 2018–2020. Lobachevsky State University of Nizhni Novgorod, Nizhny Novgorod, Russia.

### СПИСОК ИСТОЧНИКОВ

1. Taylor J.B. Monetary Policy Rules. National Bureau of Economic Research. 1999; 460 p.
2. Моисеев С.Р. Правила денежно-кредитной политики. *Финансы и кредит*. 2002;(16):37–46.
3. Alaoui E., Jusoh A. O., Yussof H. B., Hanifa S. A., Hisham M. Evaluation of monetary policy: Evidence of the role of money from Malaysia. *The Quarterly Review of Economics and Finance*. 2019;74:119–128. DOI: 10.1016/j.QREF.2019.04.005
4. Fan L., Yu Y., Zhang C. An empirical evaluation of China’s monetary policies. *Journal of Macroeconomics*. 2011;33(2):358–371. DOI: 10.1016/j.jmacro.2010.11.003
5. Fujiwara I. Evaluating monetary policy when nominal interest rates are almost zero. *Journal of the Japanese and International Economies*. 2006;20(3):434–453. DOI: 10.1016/j.jjie.2006.02.001
6. Bluhm M. Investigating the Monetary Policy of Central Banks with Assessment Indicators. CFS Working Paper Series. 2011. 38 p. DOI: 10.2139/ssrn.1924180
7. Were M., Kamau A. W., Sichei M. Assessing the effectiveness of monetary policy in Kenya: Evidence from a macroeconomic model. *Economic Modelling*. 2014;37:193–201. DOI: 10.1016/j.econmod.2013.11.004
8. Lopez-Buenache G. The evolution of monetary policy effectiveness under macroeconomic instability. *Economic Modelling*. 2019;83:221–233. DOI: 10.1016/j.econmod.2019.02.012
9. Naiborhu E.D. The lending channel of monetary policy in Indonesia. *Journal of Asian Economics*. 2020;67(C). DOI: 10.1016/j.asieco.2020.101175
10. Федоровская Е.С., Бураков Д.В. Оценка эффективности денежно-кредитной политики Банка России на основе анализа проводимости кредитного канала трансмиссии. *Науковедение*. 2017;9(4).
11. Всяких Ю.В., Кочергин М.А. Оценка эффективности денежно-кредитной политики центрального банка в условиях геополитической нестабильности. *Вестник Белгородского государственного технологического университета им. В.Г. Шухова*. 2015;(5):269–274.

12. Федоровская Е. С. Оценка эффективности денежно-кредитной политики ЦБ РФ на основе анализа проводимости процентного канала трансмиссии. *Управление экономическими системами: электронный научный журнал*. 2017;(7).
13. Hossain M., Ibon M. W. F. Assessing the Effectiveness of Monetary Policy in Bangladesh. In: Hossain M. (eds.) *Bangladesh's Macroeconomic Policy*. Singapore, Singapore: Palgrave Macmillan; 2020. p.135–162. DOI: 10.1007/978-981-15-1244-5\_5
14. Siklosa P. L., Bohl M. T. Do actions speak louder than words? Evaluating monetary policy at the Bundesbank. *Journal of Macroeconomics*. 2007;29(2):368–386. DOI: 10.1016/j.jmacro.2005.08.002
15. Iddrisu A., Alagidede I. P. Revisiting interest rate and lending channels of monetary policy transmission in the light of theoretical prescriptions. *Central Bank Review*. 2020. DOI: 10.1016/j.cbrev.2020.09.002
16. Гордячкова О. В., Романова Е. В. Эффективность денежно-кредитной политики Центрального банка РФ: теоретические и практические аспекты проблемы. *Экономика и предпринимательство*. 2017;5-1(82):244–249.
17. Primus K. The effectiveness of monetary policy in small open economies. *Journal of Policy Modeling*. 2018;40(5):903–933. DOI: 10.1016/j.jpolmod.2018.03.001
18. Дубова С. Е., Кузнецова С. В. Методика оценки эффективности денежно-кредитной политики центрального банка. *Известия высших учебных заведений. Серия: Экономика, финансы и управление производством*. 2011;(4):6–13.
19. Платонова Ю. Ю., Терехова А. А. Оценка эффективности денежно-кредитной политики в РФ. *Экономика и предпринимательство*. 2016;(3-2):123–127.
20. Антонов П. В., Злобина О. О. Оценка эффективности денежно-кредитной системы Российской Федерации. *Финансы и кредит*. 2015;21(27):25–34.
21. Тихонов А., Левенков А. Эффективность денежно-кредитной политики: методологический подход, методика, результаты апробации. *Банковский вестник*. 2019;(3):11–15.
22. Pattipeilohy C., Bräuning C., Willem van den End J., Maas E. *Assessing the effective stance of monetary policy: A factor-based approach*. De Nederlandsche Bank. Working Paper № 575. 2017. URL: [https://www.dnb.nl/binaries/Working%20Paper%20No.%20575\\_tcm46-365411.pdf](https://www.dnb.nl/binaries/Working%20Paper%20No.%20575_tcm46-365411.pdf)
23. Моисеев С. Р., Пантина И. В. Таргетирование реального валютного курса. *Вопросы экономики*. 2016;(5):44–65. DOI: 10.32609/0042-8736-2016-5-44-65
24. Рогатенюк Э. В. Сравнительная характеристика режимов реализации денежно-кредитной политики (режимов таргетирования). *Экономика строительства и природопользования*. 2017;(3):67–73.
25. Taylor J. B. What would nominal GNP targeting do to the business cycle? *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Elsevier*. 1985;22(1):61–84. DOI: 10.1016/0167-2231(85)90027-2
26. Бураков Д. В. Управление цикличностью движения кредита. М.: Русайнс; 2015. 288 с.
27. Vera-Cossio D. A. *Targeting credit through community*. Inter-American Development Bank. Department of Research and Chief Economist. Discussion paper № IDB-DP-609. August 2018. DOI: <http://dx.doi.org/10.18235/0001268>
28. Kobayashi T. Monetary policy uncertainty and interest rate targeting. *Journal of Macroeconomics*. 2004;26(4):725–735. DOI: 10.1016/j.jmacro.2003.06.004
29. Дробышевский С. М., Евдокимова Т. В., Трунин П. В. Влияние выбора целей и инструментов политики денежных властей на уязвимость экономик. М: Дело; 2012. 201 с.

## REFERENCES

1. Taylor J. B. Monetary Policy Rules. National Bureau of Economic Research. 1999; 460 p.
2. Moiseev S. R. Rules for monetary policy. *Finance and credit*, 2002;(16):37–46. (In Russ.).
3. Alaoui E., Jusoh A. O., Yusof H. B., Hanifa S. A., Hisham M. Evaluation of monetary policy: Evidence of the role of money from Malaysia. *The Quarterly Review of Economics and Finance*. 2019;74:119–128. DOI: 10.1016/J.QREF.2019.04.005
4. Fan L., Yu Y., Zhang C. An empirical evaluation of China's monetary policies. *Journal of Macroeconomics*. 2011;33(2):358–371. DOI: 10.1016/j.jmacro.2010.11.003
5. Fujiwara I. Evaluating monetary policy when nominal interest rates are almost zero. *Journal of the Japanese and International Economies*. 2006;20(3):434–453. DOI: 10.1016/j.jjie.2006.02.001
6. Bluhm M. Investigating the Monetary Policy of Central Banks with Assessment Indicators. CFS Working Paper Series. 2011; 38 p. DOI: 10.2139/ssrn.1924180

7. Were M., Kamau A. W., Sichei M. Assessing the effectiveness of monetary policy in Kenya: Evidence from a macroeconomic model. *Economic Modelling*. 2014;37:193–201. DOI: 10.1016/j.econmod.2013.11.004
8. Lopez-Buenache G. The evolution of monetary policy effectiveness under macroeconomic instability. *Economic Modelling*. 2019;83:221–233. DOI: 10.1016/j.econmod.2019.02.012
9. Naiborhu E.D. The lending channel of monetary policy in Indonesia. *Journal of Asian Economics*. 2020;67(C). DOI: 10.1016/j.asieco.2020.101175
10. Fedorovskaya E. S., Burakov D. V. Evaluation of the effectiveness of the monetary policy of the Bank of Russia on the basis of the analysis of the conductivity of the transmission credit channel. *Internet-zhurnal Naukovedenie*. 2017;9(4). (In Russ.).
11. Vsyakih Yu.V., Kochergin M.A. Performance evaluation of monetary policy of the Central bank in the context of geopolitical instability. *Vestnik Belgorodskogo gosudarstvennogo tekhnologicheskogo universiteta im. V.G. SHuhova*. 2015;(5):269–274. (In Russ.).
12. Fedorovskaya E. S. Evaluation of the effectiveness of the monetary policy of the CBR on the basis of the analysis of the conductivity of the interest transmission channel. *Upravlenie ekonomicheskimi sistemami: elektronnyj nauchnyj zhurnal*. 2017;(7). (In Russ.).
13. Hossain M., Ibon M. W.F. Assessing the Effectiveness of Monetary Policy in Bangladesh. In: Hossain M. (eds.) *Bangladesh's Macroeconomic Policy*. Singapore, Singapore: Palgrave Macmillan; 2020. p.135–162. DOI: 10.1007/978-981-15-1244-5\_5
14. Siklosa P.L., Bohl M. T. Do actions speak louder than words? Evaluating monetary policy at the Bundesbank. *Journal of Macroeconomics*. 2007;29(2):368–386. DOI: 10.1016/j.jmacro.2005.08.002
15. Iddrisu A., Alagidede I.P. Revisiting interest rate and lending channels of monetary policy transmission in the light of theoretical prescriptions. *Central Bank Review*. 2020. DOI: 10.1016/j.cbrev.2020.09.002
16. Gordyachkova O.V., Romanova E. V. The effectiveness of monetary policy of the Central bank of the Russian Federation: theoretical and practical aspects of the problem. *Ekonomika i predprinimatel'stvo*. 2017;5-1(82):244–249. (In Russ.).
17. Primus K. The effectiveness of monetary policy in small open economies. *Journal of Policy Modeling*. 2018;40(5):903–933. DOI: 10.1016/j.jpolmod.2018.03.001
18. Dubova S.E., Kuznetsova S.V. Methods of estimation of effectiveness of the Central bank monetary policy. *Izvestiya vysshih uchebnyh zavedenij. Seriya: Ekonomika, finansy i upravlenie proizvodstvom*. 2011;(4):6–13. (In Russ.).
19. Platonova Yu. Yu., Terekhova A.A. Evaluation of an efficiency of the monetary policy in Russian Federation *Ekonomika i predprinimatel'stvo*. 2016;(3–2):123–127. (In Russ.).
20. Antonov P.V., Zlobina O. O. Evaluating the efficiency of the monetary system of the Russian Federation. *Finansy i kredit = Finance and Credit*. 2015;21(27):25–34. (In Russ.).
21. Tikhonov A., Leviankou A. The effectiveness of monetary policy: a methodological approach, methods, the results of testing. *Bankovskij vestnik*. 2019;(3):11–15. (In Russ.).
22. Pattipeilohy C., Bräuning C., Willem van den End J., Maas E. *Assessing the effective stance of monetary policy: A factor-based approach*. De Nederlandsche Bank. Working Paper. No. 575. 2017. URL: [https://www.dnb.nl/binaries/Working%20Paper%20No.%20575\\_tcm46-365411.pdf](https://www.dnb.nl/binaries/Working%20Paper%20No.%20575_tcm46-365411.pdf)
23. Moiseev S., Pantina I. Real exchange rate targeting. *Voprosy ekonomiki*. 2016;(5):44–65. (In Russ.). DOI: 10.32609/0042-8736-2016-5-44-65
24. Rogatenyuk E. V. Comparative characteristics of implementing monetary policy modes (targeting regimes). *Ekonomika stroitel'stva i prirodopol'zovaniya*. 2017;(3):67–73. (In Russ.).
25. Taylor J.B. What would nominal GNP targeting do to the business cycle? *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Elsevier*. 1985;22(1):61–84. DOI: 10.1016/0167-2231(85)90027-2
26. Burakov D.V. Managing cyclical movements of credit. Moscow: Rusajns; 2015. 288 c. (In Russ.).
27. Vera-Cossio D.A. *Targeting credit through community*. Inter-American Development Bank. Department of Research and Chief Economist. Discussion paper № IDB-DP-609. August 2018. DOI: <http://dx.doi.org/10.18235/0001268>
28. Kobayashi T. Monetary policy uncertainty and interest rate targeting. *Journal of Macroeconomics*. 2004;26(4):725–735. DOI: 10.1016/j.jmacro.2003.06.004
29. Drobyshevskij S. M., Evdokimova T. V., Trunin P. V. Impact of the choice of goals and policy instruments of monetary authorities on the vulnerability of economies. Moscow: Delo; 2012. 201 c. (In Russ.).

Приложение 1 / Appendix 1

**Исходные данные для расчета эффективности денежно-кредитной политики в развивающихся странах / Source data for calculating the monetary policy effectiveness in developing countries**

Российская Федерация / Russian Federation		
Год	Цель по инфляции, %	Фактическая инфляция, %
2014	5,00	11,35
2015	4,50	12,91
2016	4,00	5,39
2017	4,00	2,51
2018	4,00	4,26
2019	4,00	3,04
Индия / India		
Год	Цель по инфляции, %	Фактическая инфляция, %
2014	8,00	6,35
2015	6,00	5,87
2016	4,00	4,94
2017	4,00	2,49
2018	4,00	4,86
2019	4,00	7,66
Бразилия / Brasil		
Год	Цель по инфляции, %	Фактическая инфляция, %
2014	4,50	6,32
2015	4,50	9,03
2016	4,50	8,73
2017	4,50	3,44
2018	4,50	3,66
2019	4,50	3,73
Турция / Turkey		
Год	Цель по инфляции, %	Фактическая инфляция, %
2014	5,00	8,85
2015	5,00	7,67
2016	5,00	7,77
2017	5,00	11,14
2018	5,00	16,33
2019	5,00	15,17

Источник / Source: составлено авторами по данным Банка России и Всемирного банка / compiled by the authors based on data from the Bank of Russia and the World Bank. URL: [http://www.cbr.ru/content/document/file/87358/on\\_2020\(2021-2022\).pdf](http://www.cbr.ru/content/document/file/87358/on_2020(2021-2022).pdf); <https://www.worldbank.org/> (дата обращения: 10.11.2020) / (accessed on 10.11.2020).

Приложение 2 / Appendix 2

**Исходные данные для расчета эффективности денежно-кредитной политики в развитых странах / Source data for calculating the monetary policy effectiveness in developed countries**

Швеция / Sweden		
Год	Цель по инфляции, %	Фактическая инфляция, %
2014	2,00	-0,18
2015	2,00	-0,04
2016	2,00	0,98
2017	2,00	1,79
2018	2,00	1,95
2019	2,00	1,78
Канада / Canada		
Год	Цель по инфляции, %	Фактическая инфляция, %
2014	2,00	1,90
2015	2,00	1,12
2016	2,00	1,42
2017	2,00	1,59
2018	2,00	2,26
2019	2,00	1,94
Великобритания / UK		
Год	Цель по инфляции, %	Фактическая инфляция, %
2014	2,00	1,45
2015	2,00	0,36
2016	2,00	1,00
2017	2,00	2,55
2018	2,00	2,29
2019	2,00	1,73
Япония / Japan		
Год	Цель по инфляции, %	Фактическая инфляция, %
2014	2,00	2,76
2015	2,00	0,79
2016	2,00	-0,11
2017	2,00	0,46
2018	2,00	0,98
2019	2,00	0,79

Источник / Source: составлено авторами по данным Банка России и Всемирного банка / compiled by the authors based on data from the Bank of Russia and the World Bank. URL: [http://www.cbr.ru/content/document/file/87358/on\\_2020\(2021-2022\).pdf](http://www.cbr.ru/content/document/file/87358/on_2020(2021-2022).pdf); <https://www.worldbank.org/> (дата обращения: 10.11.2020) / (accessed on 10.11.2020).

## ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРАХ / ABOUT THE AUTHORS



**Галина Геннадьевна Господарчук** — доктор экономических наук, профессор кафедры финансов и кредита, Нижегородский государственный университет им. Н.И. Лобачевского, Нижний Новгород, Россия

**Galina G. Gospodarchuk** — Dr. Sci. (Econ.), Prof., Department of Finance and Credit, Lobachevsky State University of Nizhny Novgorod, Nizhny Novgorod, Russia  
gosgg@yandex.ru



**Елена Сергеевна Зеленева** — аспирант Департамента банковского дела и финансовых рынков, стажер-исследователь Научно-исследовательского центра денежно-кредитных отношений, Финансовый университет, Москва, Россия

**Elena S. Zeleneva** — Postgraduate student, Department of Banking and Financial Markets, Intern Researcher, Research Center of Monetary Relations, Financial University, Moscow, Russia  
eszeleneva@fa.ru

*Статья поступила в редакцию 16.11.2020; после рецензирования 30.11.2020; принята к публикации 07.12.2020.*

*Авторы прочитали и одобрили окончательный вариант рукописи.*

*The article was submitted on 16.11.2020; revised on 30.11.2020 and accepted for publication on 07.12.2020.*

*The authors read and approved the final version of the manuscript.*