

ФИНАНСЫ

В.А. БЕЛЯЕВ

научный сотрудник Международной научной лаборатории
«Новые тренды в международных финансах» МГИМО МИД России

РЕШЕННЫЕ И НЕРЕШЕННЫЕ ПРОБЛЕМЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ: ПОПЫТКА СИСТЕМАТИЗАЦИИ¹

В статье рассматриваются основные этапы развития денежно-кредитной политики на протяжении последних ста лет. Автор проводит анализ влияния кризисов на изменение ее инструментария, рост роли банков, а также прослеживает эволюцию теоретического аппарата ДКП под влиянием различных экономических школ и концепций, начиная с классической школы и до формирования мейнстрима экономической теории. Отдельно рассматривается влияние развития мейнстрима экономической теории, кризиса 2008 г., а также пандемии COVID-19 на проводимую денежно-кредитную политику.

Ключевые слова: денежно-кредитная политика, центральные банки, мейнстрим экономической теории.

УДК: 336.711

EDN: TRGYNJ

DOI: 10.52180/2073-6487_2024_2_49_70

Введение

Денежно-кредитная политика играет ключевую роль в экономическом развитии страны, воздействуя на уровень инфляции, безработицы, стабильность финансовых рынков и другие аспекты экономики. С момента появления первых центральных банков и формирования денежно-кредитной политики как отдельного направления экономической политики государства, она претерпела значительные изменения под воздействием эволюции экономической мысли, институциональных и технологических изменений.

¹ Статья подготовлена при поддержке Программы развития МГИМО «Приоритет-2030».

В данной статье мы представим обзор эволюции роли центральных банков и денежно-кредитной политики на протяжении последних 100 лет, проиллюстрируем процесс их формирования в русле мейнстрима экономической теории, изменение ее мейнстрима после финансового кризиса 2008 г., а также влияние пандемии COVID-19 на политику центральных банков. Мейнстрим в экономической теории до финансового кризиса обычно связывали с синтезом достижений неоклассической и новой кейнсианской экономических школ, где фокусом денежно-кредитной политики являлось инфляционное таргетирование. В данной статье под мейнстримом в экономической теории понимается совокупность основных теорий, моделей и методов анализа, которые определяют основные направления и подходы в экономической науке, принимаемые большинством экономистов.

После финансового кризиса 2008 г. многие страны пересмотрели свои подходы к денежно-кредитной политике, придав большее значение регулированию финансовых рынков и защите потребителей. Во время пандемии COVID-19 многие страны столкнулись с необходимостью принятия экстренных мер по стимулированию экономики и обеспечению финансовой стабильности, снова прибегнув к нетрадиционным инструментам денежно-кредитной политики. Однако резкий рост инфляции на фоне восстановления мировой экономики поставил перед центральными банками сложную задачу по быстрому переходу от стимулирующей к жесткой денежно-кредитной политике.

Возникновение и эволюция денежно-кредитной политики

Денежно-кредитная политика неразрывно связана с денежной системой страны, с полномочиями и целями центрального банка, а также со степенью интегрированности государства в международную торговлю. Внутренние и внешние экономические шоки также оказывают значительное влияние на формирование ДКП и развитие экономической мысли в сфере повышения эффективности используемых инструментов для достижения заявленных целей. Развитие мировой экономики и торговли, значительный рост банковского сектора, отмена золотого стандарта, а также развитие финансового рынка явились катализаторами усиления роли денежно-кредитной политики в регулировании экономики за последнее столетие.

Ограничения, налагаемые денежной системой с привязкой к золотому стандарту, а также недостаточная развитость банковской системы, сужали возможности денежно-кредитной политики и ставили ее на второй план по отношению к фискальной политике до второй половины XX в. При золотом стандарте фокус политики государства, с точки

зрения денежного регулирования, как правило, находился в области накопления драгоценных металлов внутри страны, а проблема инфляции зачастую возникала лишь в случае непропорциональной эмиссии банкнот для финансирования государственных расходов или при снижении содержания драгоценных металлов в выпускаемых монетах.

Другая причина ограниченного использования денежно-кредитной политики связана с эволюцией роли центральных банков. Исторически, первые центральные банки возникли на рубеже XVII–XVIII вв., их функции заключались в эмиссии банкнот, продаже государственных ценных бумаг и коммерческом кредитовании. В XIX в. периметр задач центральных банков постепенно увеличивался, и они стали играть ключевую роль в поддержании золотого стандарта. К концу XIX в. банковская система приобрела более привычный вид, где центральные банки перестали выполнять функции коммерческих банков и стали «кредиторами последней инстанции» для других банков. После Второй мировой войны ряд центральных банков был национализирован, и они получили официальный мандат на поддержание ценовой стабильности, а некоторые из них еще и на обеспечение полной занятости. Например, акт о занятости (англ. Employment Act) от 1946 г. в США объявлял целью налогово-бюджетной и денежно-кредитной политик достижение безработицы в 4% или ниже этого уровня [1].

Однако после «Великой инфляции» 1970-х годов роль большинства центральных банков в развитых странах стала ограничиваться поддержанием ценовой стабильности, а их независимость в принятии решений значительно усиливалась. В 1990-е годы центральные банки стали переходить к инфляционному таргетированию, окончательно сформировав принципы современной денежно-кредитной политики. После финансового кризиса 2007–2008-х годов полномочия центральных банков были расширены и стали включать более широкий контроль над финансовыми рынками [2].

Таким образом, денежно-кредитная политика как инструмент поддержания макроэкономической стабильности стала активно использоваться после конца Второй мировой войны, а ее роль значительно выросла в 1970-е годы после перехода к Ямайской валютной системе – в период, когда мир столкнулся со значительным ростом инфляции.

Несмотря на то, что денежно-кредитная политика еще долго не являлась и не могла быть ведущим инструментом поддержания макроэкономической стабильности, в период с конца XIX в. закладывалась теоретическая основа ДКП, которая во многом станет фундаментом мейнстрима.

На рубеже XIX и XX вв. доминирующей экономической школой являлась классическая школа. Представители классической школы считали, что объем производства определяется основными факторами

производства (трудовые и природные ресурсы, загрузка мощностей) и изменения в них происходят только в долгосрочной перспективе. Они также утверждали, что изменение в количестве денег в экономике может повлиять только на уровень внутренних цен, а не на объем производства и скорость обращения денег. Представители классической школы призывали правительство заботиться о сбалансированном государственном бюджете, чтобы избежать дефицита, и считали денежно-кредитную политику неэффективной. Тем не менее, важно отметить, что такие экономисты, как Дэвид Юм, рассматривали возможность воздействия изменения количества денег на спрос и инвестиции в краткосрочной перспективе. Этот принцип позднее был включен монетаристами в свою концепцию в виде краткосрочной нейтральности денег [3]. Работа И. Фишера внесла ключевой вклад в развитие идеи классической школы о нейтральности денег и формулирование количественной теории денег. Фишер предложил формулу экономического денежного баланса $MV = PQ$, где M – предложение денег, V – скорость обращения денег, P – уровень цен, Q – объем производства товаров и услуг в экономике. Согласно данной формуле, пропорциональное изменение номинального количества денег вызовет лишь пропорциональное изменение абсолютного уровня цен при условии постоянной скорости денег. Данное уравнение стало ключевым элементом в концепции монетаристов [4].

В период до Великой депрессии роль центральных банков заключалась в поддержании золотого стандарта, осуществлении международных расчетов, а также исполнении функции кредитора последней инстанции для банковского сектора. Так, центральный банк Франции осуществил спасение банка Comptoir D'Escompte в 1889 г. предоставив экстренное финансирование, банк Англии профинансировал Barings bank в 1890 г. для недопущения банкротства [2; 5]. Основное внимание центральных банков было приковано к регулированию оттока и притока золота в страну, которое они осуществляли с помощью процентной ставки. Вопросы регулирования экономики с точки зрения снижения безработицы или стимулирования экономического роста являлись второстепенными для центральных банков [6].

Великая депрессия 1929–1933-х годов стала вызовом для классической теории, которая не предусматривала возможности затяжных кризисов и вынужденной безработицы в рыночной экономике. Кроме того, классическая количественная теория денег и цен оказалась неспособной решить проблемы, вызванные кризисом, а именно угрозу дефляции и кризис перепроизводства. В ответ на это правительства развитых стран начали использовать меры государственного регулирования, которые не соответствовали ортодоксальной классической доктрине. Книга Джона Мейнарда Кейнса «Общая теория занятости, процента и денег» стала основой новой экономической теории, кото-

рая предполагала, что экономика может попасть в состояние равенства совокупного спроса и совокупного предложения, при котором фактический выпуск продукции оказывается ниже потенциального и значительная часть рабочей силы состоит из вынужденно безработных. В отличие от классической теории Кейнс считал, что экономика может «застрять» в ситуации низкого выпуска и хронической безработицы, поскольку отсутствует механизм быстрого восстановления полной занятости и использования производственных мощностей. Правительство может воздействовать на состояние экономической активности, используя методы денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики для изменения совокупного спроса [7].

Согласно Кейнсу, увеличение предложения денег в краткосрочном периоде в условиях кризиса с целью активизации экономического роста перестает влиять на норму процента и, следовательно, экономика может попасть в «ловушку ликвидности» – ситуацию, в которой реальная процентная ставка не может быть уменьшена из-за общих ожиданий дефляции. В данной ситуации денежно-кредитная политика сама по себе становится бесполезной для стимулирования экономического роста и необходимо прибегнуть к увеличению государственных расходов, которые могут финансироваться за счет заемных средств. Таким образом, в кризисной ситуации, согласно данной теории, денежно-кредитная политика имеет ограниченный эффект.

В своих работах Кейнс следующим образом высказывался о роли денежно-кредитной политики в регулировании экономики. Он считал, что правительство должно использовать ее в сочетании с другими инструментами, например, с налогово-бюджетной политикой, для достижения стабильности и роста экономики. Однако он отрицал традиционную концепцию денежной политики, основанную на контроле за уровнем инфляции, и придавал большее значение бюджетно-налоговой политике, а основную задачу видел в достижении полной занятости и устойчивого экономического роста. Кейнс считал, что в условиях кризиса методы классической школы по регулированию и стимулированию экономики потерпели крах, и изменения налоговой системы и государственные инвестиции являются более эффективными способами стабилизации экономики [8; 9].

Важным элементом теории Кейнса является идея о предпочтении ликвидности, согласно которой экономические агенты склонны сохранять не только запасы денег, но и создавать спекулятивные остатки для защиты от возможных рисков. Количество этих остатков зависит от изменений на рынке процентных ставок, которые, по мнению Кейнса, имеют психологическую природу. Путем регулирования количества денег в обращении государство может влиять на предпочтение ликвидности и управлять инвестиционными процессами, стимулируя

или сдерживая их в зависимости от экономической конъюнктуры. Согласно Кейнсу, повышение ключевой ставки является эффективным средством борьбы с инфляцией, в то время как при дефляции снижение ставки не имеет значительного эффекта. Кроме того, Кейнс выступал прежде всего за осуществление ДКП с помощью изменения краткосрочной процентной ставки, так как считал, что изменения в долгосрочной ставке окажут значительное воздействие на ожидания экономических агентов и, как результат, приведут к снижению спроса и темпов роста экономики [10].

Великая депрессия 1930–1933 гг. стала катализатором значительных изменений в денежно-кредитной политике и роли Федеральной резервной системы (ФРС), которые имели значительные последствия также и для всего мира. Прежде всего в 1933 г. был отменен золотой стандарт для граждан и организаций в США – в соответствии с Исполнительным указом 6102 практически все золото в монетах и слитках изымалось у населения и организаций по цене 20,66 долл. за тройскую унцию, после чего официальная цена золота была зафиксирована на уровне 35 долл. за тройскую унцию. Иными словами, доллар был девальвирован на 40% по отношению к золоту, а Казначейство США получило положительный эффект в размере 2,8 млрд долл. от переоценки золотых резервов. Данная мера позволила увеличить предложение денег со стороны ФРС, так как в соответствии с Законом о Федеральном резерве (англ. Federal Reserve Act) – закон, учредивший Федеральную резервную систему – банкноты, выпускаемые ФРС, должны быть подкреплены золотыми резервами как минимум на 40%, в то время как ФРС практически достиг предела эмиссии банкнот к данному времени. Кроме того, в соответствии с законом Гласса – Стиголла от 1933 г. (англ. Glass-Steagall Act) ФРС могла использовать государственные ценные бумаги в качестве обеспечения выпускаемых банкнот, что значительно увеличивало возможности по дополнительной эмиссии со стороны ФРС. Конвертация долларов в золото сохранялась для международных расчетов со странами, поддерживающими золотой стандарт [11]. В соответствии с поправками Томаса в Закон о регулировании сельского хозяйства, ФРС получила новый инструмент управления денежно-кредитной политикой – регулирование обязательных резервов коммерческих банков. Данный инструмент активно использовался ФРС во второй половине 1930-х годов для сдерживания кредитования.

Результатом Великой депрессии стали коренные изменения прежде всего в существовавшей денежной системе, которые увеличили возможности осуществления денежно-кредитной политики. Целью политики ФРС после Великой депрессии было «стремление достичь такой степени смягчения денежно-кредитной политики, которая способствовала бы экономическому восстановлению, но не разжигала

бы инфляцию или спекуляции». Одним из основных индикаторов, помимо инфляции, на который ориентировалась ФРС при принятии своих решений, были свободные резервы банков, а такие показатели, как общие резервы, денежная база, денежная масса и реальные процентные ставки почти не учитывались. Помимо этого, при существовавшей денежной системе движение капитала и в первую очередь баланс золота у центральных банков оказывал значительное влияние как на макроэкономическую стабильность, так и на кредитование и свободные резервы банков [12].

Кейнсианский подход, основанный на активной роли государства, возник в ответ на вызовы, которые представляла Великая депрессия. Идеи Кейнса также стали особенно актуальными во время Второй мировой войны. Кейнсианцы подчеркивали важность государственных расходов, связь между потреблением и инвестициями, а также регулирование агрегатного спроса для достижения полной занятости и стимулирования экономического роста. Однако в последующие десятилетия экономическая ситуация изменилась. В 1970-х годах мир столкнулся с двумя шоками предложения нефти – в 1973 г., когда арабские страны–экспортеры нефти ввели эмбарго на экспорт нефти в страны Запада из-за поддержки Израиля в арабо-израильском конфликте, и в 1979 г., когда произошла исламская революция в Иране. Кратный рост цен на нефть нанес значительный удар по экономическому росту в Западных странах и привел к ускорению инфляции, что, в конечном итоге, вызвало стагфляцию. Стагфляция характеризовалась низким экономическим ростом и высокой инфляцией, что создавало сложности для традиционного применения кейнсианской политики стимулирования спроса.

Однако, стоит отметить, что постепенный рост инфляции начался с конца 1960-х годов (еще до шоков на нефтяном рынке), как результат мягкой денежно-кредитной политики и высоких государственных расходов ведущих экономик мира, что стимулировало чрезмерный рост спроса. Так, инфляция в США в 1967 г. составляла 2,8%, а в 1970 г. увеличилась уже до 5,9% [13]. Данная политика была инициирована последователями Кейнса, считавшими ключевой целью достижение низкой безработицы даже с учетом возможного повышения инфляции [14]. Налогово-бюджетная политика была мощным инструментом для достижения желаемых макроэкономических результатов, а денежно-кредитная политика полностью зависела от налогово-бюджетной и не была независимой. Так, на протяжении 1950–1970-х годов ФРС продолжала поддерживать ставки по государственным ценным бумагам на искусственно низком уровне, что позволяло монетизировать дефицит бюджета за счет новых заимствований по низкой ставке [12]. В данный период появилась знаменитая фраза: «Деньги не имеют

значения» по отношению к денежно-кредитной политике [15]. Все это свидетельствует о том, что в тот период уже возникла реальная необходимость в повышении роли денежно-кредитной политики в обуздании инфляции и более серьезном отношении к концепциям монетаристов, но понимания этого еще не произошло.

Другая объективная причина усиления роли монетаристов и более широкого использования денежно-кредитной политики заключалась в окончании действия Бреттон-Вудской валютной системы в 1971 г. и переходе к режиму плавающих валютных курсов, окончательно оформленному в 1976 г. подписанием поправок к уставу МВФ на Ямайской конференции. Исправное функционирование Бреттен-Вудской системы, при которой доллар США использовался в качестве основной конвертируемой валюты в мире, было во многом основано на контроле за движением капитала. Основные страны-партнеры США испытывали дефицит счета текущих операций и стремились нарастить долларовые резервы для обеспечения своей торговли, а также снизить отток долларов. Кроме того, в данных условиях возможности по проведению своей независимой денежно-кредитной политики были весьма ограничены. Однако по мере роста международной торговли и движения капитала «трилемма международных финансов» стала очевидной. Она сводится к тому, что из трех желаемых целей: – (1) фиксированный обменный курс; (2) свободное движение капитала; (3) независимая денежно-кредитная политика – можно одновременно достичь лишь двух [16]. Фиксированный курс доллара к золоту создавал ограничения и для США, так как рост долларовой массы опережал накопление золотовалютных резервов за счет постоянного финансирования дефицита бюджета, что в итоге привело к необходимости неоднократной девальвации доллара в процессе отвязки доллара от золота и переходу к плавающему курсу.

Кроме того, поддержание единой цены золота требовало значительных интервенций со стороны так называемого Gold Pool (ФРС и 7 европейских ЦБ), которое поддерживало цену золота в 35 долл. за тройскую унцию. После спекулятивных атак на золото в 1968 г., когда центральные банки из Gold Pool продали золота на 3 млрд долл., а золотые запасы США и Англии снизились на 18%, было принято решение отказаться от поддержки паритета цены золота на физическом рынке металлов и на межбанковском рынке, что привело к возникновению диспропорции между двумя рынками, так как цена золота на рынке металлов выросла до 40 долл. за тройскую унцию. Более того, валюты европейских стран также подвергались спекулятивным атакам, что вынуждало центральные банки девальвировать местные валюты [17].

Одной из главных причин принятия Ямайской системы было признание того, что фиксированные курсы обмена валют не всегда

могут быть устойчивыми и способными адаптироваться к изменяющимся экономическим условиям. Вместо этого, Ямайская система установила более гибкую валютную систему, основанную на рыночных факторах. Вместо обязательства поддерживать определенный фиксированный курс обмена страны стали регулировать свои валютные курсы в соответствии с рыночным спросом и предложением.

В данных обстоятельствах роль центральных банков значительно увеличивалась и перед ними вставали новые вызовы и задачи. Проблема высокой инфляции обуславливала возвращение приоритета центральных банков к обеспечению ценовой стабильности вместо стимулирования роста экономики. Кроме того, плавающий валютный курс позволяет проводить более независимую денежно-кредитную политику, давая возможность реагировать на экономические изменения более гибко. Как результат, центральные банки получили больший простор с точки зрения влияния на денежную массу. Однако, стоит отметить, что с переходом к Ямайской валютной системе доллар США стал свободно плавающей валютой, в то время как большинство стран Европы сформировали европейский механизм валютных курсов (англ. European Exchange Rate Mechanism) в 1979 г., в рамках которого каждая участвующая страна должна была поддерживать свою национальную валюту в определенных пределах фиксированного курса относительно остальных участников, что во многом ограничивало свободу местных центральных банков. Другими словами, европейские валюты были де-факто привязаны к доллару США.

В данных условиях идеи монетаристов закономерно получали все большую популярность. Монетаристы подчеркивали, что основным фактором, определяющим уровень инфляции, является денежная масса в экономике. Они призывали к строгому контролю за денежным предложением и предлагали использовать денежно-кредитные инструменты, такие как уровень процентных ставок и ограничения на денежное предложение, для борьбы с инфляцией. Монетаристы также подчеркивали важность свободных рынков и предлагали ограничить вмешательство государства в экономику.

Переход к мейнстриму экономической теории

Кейнсианцы считали, что инфляция может возникнуть не только из-за денежного фактора, но и вследствие переизбытка агрегатного спроса или других факторов, и поэтому подходили к борьбе с инфляцией более широко, в то время как для монетаристов инфляция является результатом избытка денежного предложения в экономике. Кроме того, для монетаристов приоритетом является стабильность

цен и низкая инфляция. Кейнсианцы, в свою очередь, больше акцентируют внимание на общем экономическом росте и достижении полной занятости как на основных целях экономической политики. Они полагают, что более активная роль государства может быть оправдана в необходимости стимулирования экономики и смягчения кризисов. Переход к идеям монетаристов обусловил закрепление сфокусированности центральных банков на ценовой стабильности как на главном факторе, позволяющем обеспечить экономический рост.

В основе монетаризма лежит количественная теория денег, разработанная И. Фишером. Основываясь на данной теории, монетаристы разработали ряд ключевых принципов, некоторые из которых стали частью мейнстрима экономической теории [18]:

- долгосрочная нейтральность денег: увеличение денежной массы приводит к увеличению общего уровня цен в долгосрочной перспективе;
- краткосрочная ненейтральность денег: увеличение денежной массы оказывает временное воздействие на реальный объем производства и занятость в краткосрочной перспективе;
- правило постоянного роста количества денег в обращении: ФРС должна нацелить темпы роста количества денег в обращении на уровень, равный темпам роста реального ВВП, оставляя уровень цен неизменным;
- гибкость процентных ставок: процентные ставки должны быть гибкими, чтобы позволить заемщикам и кредиторам учитывать ожидаемую инфляцию и изменения реальных процентных ставок.

«Великая инфляция» в США достигла пика в 1980 г. и составляла 13,5%. В этот период пост председателя ФРС занял Пол Волкер, который использовал жесткую денежно-кредитную политику для борьбы с инфляцией. Волкер инициировал поднятие процентной ставки до 20% в 1981 г., что привело к замедлению инфляции в 1982 г. уже до 6,2% с 10,3% в 1981 г. Вместе с тем данная политика вызвала рецессию – ВВП США снизился в 1982 г. на 1,9%, а безработица выросла до 9,7%. Однако уже в 1983 г. инфляция достигла уровня 3,2%, а экономика показала рост в 4,5%. Результатом работы Волкера стало усиление идей монетаристов и роли денежно-кредитной политики. Стоит отдельно отметить, что проблема роста инфляции в 1960-х годах и сама «Великая инфляция» 1970-х годов были во многом результатом зависимости ФРС от налогово-бюджетной политики и недоверия экономических агентов к проводимой денежно-кредитной политике [19]. Успешная работа Волкера по преодолению кризиса значительно усилила независимость ФРС и эффективность проводимой монетарной политики. Основная роль денежно-кредитной политики сместилась с обеспечения экономического роста к поддержанию стабильности цен и кон-

тролю за инфляцией [20]. Тем не менее, мандат ФРС сохранил цель обеспечения полной занятости².

В данный период центральные банки в своей политике перешли на таргетирование денежной массы, согласно рекомендациям Фридмана – «правило К-процентов», в соответствии с которым денежная масса ежегодно должна увеличиваться на заранее определенный процент (4–5%) вне зависимости от состояния экономики [21]. Основная цель подобного таргетирования денежной массы, в конечном итоге, заключалась в контроле над инфляцией. Исследования показали, что за изменением в объеме денежной массы с определенным лагом следует изменение в ценах и инфляции. Однако, несмотря на тот факт, что благодаря идеям монетаристов, жесткой денежно-кредитной политике, а также контролю за ростом зарплат и цен в США и Европе удалось победить инфляцию, таргетирование денежной массы было сопряжено с рядом сложностей, прежде всего с проблемой определения состава денежной массы и выбору денежного агрегата для таргетирования.

Стоит отметить, что основная причина, которая привела к отказу от таргетирования денежной массы, заключалась в том, что наблюдаемая связь между динамикой денежной массы и инфляцией нарушилась в 1980-е годы. Таргетирование денежной массы эффективно только в том случае, если взаимосвязь между денежной массой и номинальным ВВП, а, следовательно, и инфляцией, стабильна и предсказуема. Другими словами, за ростом денежной массы должен следовать рост номинального ВВП, и наоборот. Однако для достижения этого прямого эффекта скорость обращения денег должна быть предсказуемой. Если в период с 1970-х по 1980-е годы скорость обращения денег росла с одинаковой скоростью ежегодно, то в конце 1980-х годов с развитием финансового рынка и появлением ряда новых сберегательных и инвестиционных продуктов как альтернативы депозитам скорость движения денег стала волатильной, что не позволяло использовать уравнение Фишера и делало таргетирование денежной массы неэффективным [18; 22].

Необходимо подчеркнуть, что переход к таргетированию денежной массы являлся поворотным моментом с точки зрения осуществления денежно-кредитной политики – дискреционный подход (англ. *discretionary monetary policy*), когда центральные банки принимали решения исходя из своих оценок макроэкономической ситуации, стал уступать место проведению политики, основанной на определенных правилах (англ. *rule-based monetary policy*), а именно на цели по росту денежной массы. Тем не менее, центральные банки сохраняли воз-

² The Federal Reserve's Dual Mandate <https://www.chicagofed.org/research/dual-mandate/dual-mandate>.

возможность выхода за рамки поставленных правил, данное изменение являлось важным этапом эволюции денежно-кредитной политики.

Основная цель центральных банков при осуществлении денежно-кредитной политики заключалась в контроле за ценовой стабильностью и, соответственно, инфляцией, а контроль за денежной массой рассматривался промежуточной ступенью в данном процессе. Когда таргетирование денежной массы стало неэффективным, центральные банки перешли непосредственно к таргетированию инфляции. Переход к данной политике сопровождался появлением «номинального якоря» – долгосрочной цели по инфляции, к которой стремился центральный банк. Появление долгосрочной цели по инфляции укрепляло доверие к центральному банку и снижало инфляционные ожидания, а также улучшало координацию денежно-кредитной и налогово-бюджетной политик.

Немаловажно, что появление долгосрочной цели по инфляции позволяло оценивать эффективность работы центрального банка. Несмотря на тот факт, что центральные банки заявляли своей целью поддержание ценовой стабильности и до перехода на инфляционное таргетирование, зачастую эта цель не была четко определена и не имела количественных индикаторов. Более того, появление цели по инфляции являлось стимулом к большему раскрытию информации со стороны центральных банков касательно проводимой политики и макроэкономических данных, а роль управления ожиданиями экономических агентов через вербальные заявления касательно будущей инфляции и действий центральных банков значительно усилилась [23].

Важным фактором, способствующим переходу к инфляционному таргетированию, являлось распространение плавающих валютных курсов в Европе. Поддержание фиксированного валютного курса ограничивает возможности центрального банка в эффективном применении доступных инструментов. Кроме того, одновременное поддержание фиксированного курса и инфляционное таргетирование могут конфликтовать с точки зрения необходимых действий, требуемых от центрального банка. Управление валютным курсом может также иметь разнонаправленный эффект для экономики и финансового сектора в странах с высокой долговой нагрузкой в иностранной валюте [24]. Более того, поддержание фиксированного курса связано с уже упомянутой «трилеммой международных финансов», которая значительно осложняла поддержание фиксированного курса в 1990-е годы в Европе с учетом быстрого роста международного движения капитала и развития международной торговли на фоне активной глобализации.

Фокус на поддержание ценовой стабильности при стремлении сохранить фиксированный курс валют при растущих дефицитах бюджета привел к очередной волне спекулятивных атак на европей-

ские валюты. В 1992–1993 г. практически все крупнейшие европейские страны подверглись спекулятивным атакам. Результатом данных атак стало расширение пределов курсовых колебаний европейских валют. Значительное расширение границ колебания валютных курсов и последующий переход на единую валюту в странах Европы позволили центральным банкам сфокусировать основное внимание на инфляционном таргетировании [25; 26].

К концу 1990-х годов были окончательно сформированы основные принципы современной денежно-кредитной политики [27]:

- инфляция является преимущественно монетарным феноменом;
- стабильность цен выгодна для экономики;
- в долгосрочном периоде не существует выбора между безработицей и инфляцией;
- важнейшим фактором инфляции и действия механизмов трансмиссии ДКП являются ожидания экономических агентов;
- в соответствии с принципом Тейлора реальные процентные ставки следует повышать при росте инфляции;
- важной проблемой при проведении ДКП является проблема временной несогласованности;
- независимость центрального банка повышает эффективность ДКП;
- ключевым фактором успеха ДКП является использование «номинального якоря»;
- в деловом цикле важную роль играет несовершенство финансового рынка.

С точки зрения влияния экономических школ на формирование принципов мейнстрима в области денежно-кредитной политики подход монетаристов заложил основу в отношении природы инфляции – «инфляция всегда и везде представляет собой денежный феномен» [28]. Другим важным принципом является отрицание выбора в долгосрочном периоде между безработицей и инфляцией. Данный принцип относится к долгосрочной форме кривой Филипса. Следование обратному принципу, предложенному Самуэльсоном, о том, что существует компромисс между инфляцией и безработицей в долгосрочной перспективе из-за того, что экономические агенты изменяют свои инфляционные ожидания, во многом привело к «Великой инфляции» в 1970-е годы, когда использовалась мягкая денежно-кредитная и фискальная политики с целью снизить уровень безработицы [29]. Фридман предложил концепцию естественного уровня безработицы, в соответствии с которой попытки снизить долгосрочный уровень безработицы ниже данного уровня приводили бы лишь к росту инфляции [30]. Концепция Фридмана во многом привела к отказу центральных банков от цели по поддержанию низкой безработицы.

Мейнстрим с точки зрения осуществления денежно-кредитной политики объединил в себе достижения широкого спектра экономических теорий. В первую очередь, неоклассического синтеза, основанного на идеях монетаристов и представителей неоклассической школы, а также некоторые идеи кейнсианской и новой кейнсианской школ. Основные идеи кейнсианской школы заключаются в использовании денежно-кредитной политики для борьбы с экономическими кризисами и, прежде всего, это относится к снижению процентных ставок для стимулирования экономического роста, а к идеям новой кейнсианской школы относятся теории управления ожиданиями экономических агентов, а также внимание к финансовым рынкам с точки зрения обеспечения экономической стабильности. Кроме того, новая кейнсианская школа предложила теоретическое оформление концепции инфляционного таргетирования, в соответствии с которой независимый центральный банк управляет краткосрочной ключевой ставкой с целью минимизации негативных социальных последствий инфляции (разница между реальной и целевой инфляцией) и разрыва ВВП (англ. output gaps – разница между номинальным и реальным ВВП) [31; 32].

Эволюция ДКП после Мирового финансового кризиса

Мировой финансовый кризис 2007–2008 гг. являлся катализатором значительных изменений в регулировании финансовой системы, а также использовании новых подходов в осуществлении ДКП. Однако сформулированные принципы мейнстрима не подверглись сомнению. При этом кризис наглядно продемонстрировал, что одна лишь цель сохранения инфляции на низком уровне не является залогом макроэкономической стабильности [33].

Финансовый кризис показал рост взаимозависимости между финансовыми рынками и реальным сектором экономики. Этот кризис подчеркнул проблему нелинейности процессов во время высокой волатильности, значительное воздействие цен активов на финансовую стабильность банков и проблемы, связанные с основными источниками ликвидности на финансовых рынках в период кризиса. Мировая банковская система столкнулась с явлением "финансового заражения". Резкое снижение цен на активы на финансовых рынках быстро привело к кризису в банковском секторе, который распространился далеко за пределы США.

Учитывая тот факт, что финансовый кризис 2008 г. начался на финансовых рынках и быстро перекинулся на банковский сектор, а центральные банки зачастую не осуществляли надзор за финансовыми рынками, после кризиса начался процесс превращения центральных банков в «мегарегуляторов» – наделение центральных бан-

ков полномочиями по надзору за финансовыми рынками. Кроме того, происходит переход от осуществления микропруденциальной к макропруденциальной политике, которая фокусируется на контроле не только за отдельными финансовыми институтами, но и за всей финансовой системой в целом. К задачам центральных банков по обеспечению стабильности инфляции добавляются новые задачи по управлению системными рисками и обеспечению устойчивости финансовой системы.

Для снижения системного риска были применены различные меры. Основным методом заключался в ужесточении нормативов в банковском секторе, который является основным источником системного риска. В основе этих мер лежит внедрение стандартов Базель III, которые увеличивают требования к уровню капитала и ликвидности банков. Например, минимальный уровень первого уровня капитала был повышен с 2 до 4,5%, и были введены дополнительные требования, такие как контрциклический буфер и дополнительные требования к капиталу для системно значимых банков. Также были введены регулярные стресс-тесты для оценки устойчивости банков при изменении макроэкономических параметров. Кроме того, усиливалось регулирование бирж, финансовых посредников и рейтинговых агентств [34].

Помимо усилий по снижению системного риска, центральные банки столкнулись с задачей восстановления стабильности финансовой системы. Этот кризис показал, что межбанковский рынок, как источник ликвидности для банков, может не справиться в периоды высокой волатильности, когда участники рынка стремятся минимизировать риски контрагентов. Центральные банки по всему миру были вынуждены в экстренном порядке вводить предоставлять ликвидность банкам через такие инструменты как, экстренные кредиты банкам, покупка ценных бумаг и расширенные операции РЕПО.

Одновременно с расширением балансов центральных банков за счет программ по покупке ценных бумаг, процентная ставка была понижена до околонулевого уровня. Это означало, что центральные банки больше не могут использовать свой основной инструмент в рамках инфляционного таргетирования – управление краткосрочной процентной ставкой. Однако за данным шагом не последовало роста спроса на кредитование со стороны населения а, соответственно, и роста потребительского спроса, на который рассчитывали центральные банки для оживления ситуации в экономике [35].

Таким образом, после кризиса 2008 г. денежно-кредитная политика претерпела значительные изменения. Основным инструментом инфляционного таргетирования – краткосрочная процентная ставка – перестала быть эффективной, так как находилась в околонулевой зоне. Центральные банки начали осуществлять программу количественного

смягчения, покупая активы на сотни миллиардов долларов для стимулирования экономического роста. Важность вербальных интервенций центральных банков увеличилась в контексте управления ожиданиями экономических агентов. Теоретическая основа инфляционного таргетирования, предложенная новой кейнсианской школой, временно утратила актуальность. Несмотря на сохранение центральными банками цели по инфляции, в период кризиса основную угрозу макроэкономической стабильности они видели в других аспектах, а не в инфляции.

В течение более десяти лет экономика США и Европы функционировала при практически нулевых процентных ставках и быстро растущих балансах ФРС и ЕЦБ. Рост экономики в значительной степени зависел от мер денежно-кредитного стимулирования, и изменение этой политики угрожало входом в рецессию. ФРС первой начала возвращение к традиционной денежно-кредитной политике в 2016 г., постепенно повышая процентные ставки на фоне улучшения макроэкономических показателей и достижения инфляции целевого уровня. Уменьшение баланса происходило за счет сокращения объема реинвестиций ценных бумаг с наступающим сроком погашения, находящихся на балансе ФРС. Действия ФРС в период с 2016 г. по 2019 г. успешно продемонстрировали опыт выхода из нетрадиционной денежно-кредитной политики с минимальными негативными последствиями для экономики и финансовых рынков.

Следующим вызовом для денежно-кредитной политики стала эпидемия COVID-19, в результате которой центральные банки снова прибегли к ее нетрадиционным инструментам, таким как количественное смягчение и снижение ключевой процентной ставки до нуля. Действия центральных банков были подкреплены значительными фискальными стимулами со стороны правительств различных стран с целью смягчения негативных последствий от существенного замедления роста реального сектора экономики и поддержки населения.

Подобно ситуации в 2008 г., в период с 2020 г. по 2021 г. сверхмягкая денежно-кредитная политика не оказала воздействия на инфляцию из-за резкого падения промышленного производства и спроса со стороны домохозяйств, а также из-за увеличения неопределенности относительно будущего восстановления экономики. Однако, в отличие от кризиса 2008 г., центральные банки быстрее реагировали на ситуацию, предпринимая более обширные меры поддержки. Тем не менее, после снятия карантинных мер в мире и одновременном росте промышленного производства, вызвавшего резкий рост спроса на энергоресурсы, инфляция начала расти быстрыми темпами, превысив целевые уровни ФРС и ЕЦБ, а также практически всех центральных банков в развитых и развивающихся странах. Центральные банки

были вынуждены оперативно вернуться к политике инфляционного таргетирования, поднимая ключевую ставку для борьбы с инфляцией.

Стоит отметить, что данный всплеск инфляции оказался самым большим со времен «Великой инфляции» 1980-х годов в США. Однако для борьбы с инфляцией после пандемии COVID-19 центральные банки не следовали одному из принципов мейнстрима экономической теории, а именно принципу Тейлора, в соответствии с которым номинальная процентная ставка должна была превышать уровень инфляции для сдерживания инфляции [36]. Данное поведение центральных банков ведущих стран мира объясняется несколькими факторами. В первую очередь, ЦБ считали, что основная причина резкого роста инфляции заключается в проблемах с логистическими цепочками и инфляция начнет спад, после решения данных проблем. Другая причина заключается в кратном увеличении системного риска при резком росте ключевой ставки, учитывая высокий уровень долга у экономических агентов [37]. Помимо подъема ключевой ставки ведущие центральные банки активно прибегали к вербальным интервенциям для снижения инфляционных ожиданий. Несмотря на тот факт, что инфляция действительно пошла на спад, возникают закономерные вопросы касательно способности ведущих центральных банков эффективно использовать управление краткосрочной ключевой ставкой для борьбы с инфляцией в чрезвычайных условиях на фоне значительного роста уровня государственного и частного долга.

Заключение

Эволюция денежно-кредитной политики определялась меняющимися экономическими условиями, теоретическими разработками, развитием финансового рынка и банковского сектора. За последнее столетие центральные банки перешли от пассивного подхода к денежно-кредитной политике, ориентированного на поддержание золотого стандарта, к активному подходу, направленному на стабилизацию производства и инфляции, а сама денежно-кредитная политика заняла доминирующее положение по отношению к налогово-бюджетной.

Кризисы являлись катализаторами изменений в денежно-кредитной политике и, как правило, увеличивали роль центральных банков. Так, Великая депрессия 1930-х годов привела к изменению функционирования золотого стандарта, расширив возможности ФРС по проведению денежно-кредитной политики. Великая инфляция 1970-х годов усилила независимость центральных банков, а денежно-кредитная политика стала базироваться на таргетировании денежной массы. Полный отказ от золотого стандарта и последующий переход

к режиму плавающих валютных курсов, а также переход к таргетированию инфляции привели к формированию принципов современной денежно-кредитной политики.

В последние десятилетия глобальный финансовый кризис и пандемия COVID-19 привели к дальнейшей эволюции денежно-кредитной политики, когда центральные банки перешли к использованию нетрадиционных инструментов денежно-кредитной политики, таких как количественное смягчение и отрицательные процентные ставки для стимулирования экономики. В то же время растущее признание взаимосвязи между финансовой системой и реальной экономикой привело к появлению макропруденциальной политики, направленной на смягчение системных рисков и содействие финансовой стабильности.

В целом, эволюция денежно-кредитной политики отражает продолжающиеся усилия центральных банков по адаптации к меняющимся экономическим условиям и поиску новых способов обеспечения стабильности, роста и занятости. Хотя конкретные инструменты и основы могут со временем меняться, фундаментальные цели денежно-кредитной политики остаются прежними: поддерживать стабильность цен, способствовать финансовой стабильности и поддерживать устойчивый экономический рост.

ЛИТЕРАТУРА

1. *Meltzer A.* Origins of the Great Inflation // Federal Reserve Bank of St. Louis Review. 2005. Vol. 87. No. 2. Pp. 145–176. DOI:10.20955/r.87.145-176.
2. *Bordo M., Siklos P.* Central banks: Evolution and innovation in historical perspective // NBER Working Paper 23847. 2017. DOI: 10.3386/w23847.
3. *McGee R.W.* The Economic Thought of David Hume: A Pioneer in the Field of Law & Economic // Hume Studies. 1989. Vol. 15. No. 1. Pp. 184–204. DOI: 10.1353/hms.2011.0475.
4. *Laidler D.* Professor Fisher and the quantity theory: A significant encounter // The University of Western Ontario, Department of Economics, London (Ontario). 2011. No. 1. DOI: 10.1080/09672567.2012.708772
5. *Hautcoeur P., Riva A., White E.N.* Floating a “lifeboat”: The Banque de France and the crisis of 1889 // Journal of Monetary Economics. 2014. Vol. 65. Pp. 104–119. DOI:10.1016/j.jmoneco.2014.04.015.
6. *Bordo M.* An Historical Perspective on the Quest for Financial Stability and the Monetary Policy Regime // The Journal of Economic History. 2018. Vol. 78. No.2. Pp. 319–357. DOI: 10.1017/S0022050718000281.
7. *Keynes J.* The general theory of employment, interest and money // Macmillan. 1936.
8. *Исхаков П.Ю.* Эволюция теории денег: мейнстрим и альтернатива // Экономика, предпринимательство и право. 2011. №2 (2). С. 3–16. EDN: NXWCHN.
9. *Pettenati P.* Alternative theories of a money-capital economy: Keynes, Tobin, and the Neoclassics // Oxford University Press. 1977. Vol. 29. No. 3. Pp. 357–369.
10. *Moggridge D., Howson S.* Keynes on monetary policy, 1910–1946 // Oxford Economic Papers. 1974. Vol. 26. No. 2. Pp. 226–247. DOI: 10.1093/oxfordjournals.oep.a041285.

11. *Cooper R., Dornbusch R., Hall R.* The Gold Standard: Historical Facts and Future Prospects // *Brookings Papers on Economic Activity*. 1982. Vol. 13(1). Pp. 1–56. DOI: 10.2307/2534316.
12. *Calomiris C., Wheelock D.* Was the Great Depression a Watershed for American Monetary Policy? // *NBER Chapters*, in: *The Defining Moment: The Great Depression and the American Economy in the Twentieth Century*. 1998. Pp. 23–65. DOI: 10.3386/w5963.
13. *Barsky B., Kilian L.* Do We Really Know that Oil Caused the Great Stagflation? A Monetary Alternative // *NBER Macroeconomic Annual 2001*, Cambridge: MIT Press. 2002. Pp. 137–183. DOI: 10.1086/654439.
14. *Romer D., Romer C.* The Evolution of Economic Understanding and Postwar Stabilization Policy // *Proceedings – Economic Policy Symposium – Jackson Hole*, Federal Reserve Bank of Kansas City. 2002. Pp. 11–78. DOI: 10.3386/w9274.
15. *Bordo M., Orphanides A.* *The Great Inflation: The Rebirth of Modern Central Banking* // University of Chicago Press, 2013. DOI: 10.1057/ej.2014.19.
16. *Mundell R.* *Uncommon Arguments for Common Currencies* // Routledge. 1973. Pp. 19–38.
17. *Peter M., Garber A.* The Collapse of the Bretton Woods Fixed Exchange Rate System // University of Chicago Press. 1993. Pp. 461–494. DOI: 10.7208/9780226066905-010.
18. *Papageorgiou S.* What Is Monetarism? // *Finance and Development International Monetary Fund*. 2014. Vol. 51. No. 1. DOI: 10.5089/9781484312025.022.
19. *Taylor J.* Review of Allan H. Meltzer’s *A history of the Federal Reserve* // *Journal of Monetary Economics*. 2010. Vol. 58. Pp. 183–189. DOI:10.1016/j.jmoneco.2010.10.009.
20. *Blanchard O.* The Lucas Critique and the Volcker Deflation // *The American Economic Review*. 1984. Vol. 74. No. 2. Pp. 211–215.
21. *Friedman M.* *A Program for Monetary Stability* // Fordham University Press. 1959. Pp. 1–132.
22. *Friedman B.* *Monetary Policy* // NBER Working Paper No. w8057. 2002. DOI: 10.3386/w8057.
23. *Thiessen G.* Can a bank change? The evolution of monetary policy at the Bank of Canada 1935-2000 // University of Western Ontario. 2000. Pp. 1–13.
24. *Kearns J. Patel N.* Does the Financial Channel of Exchange Rates Offset the Trade Channel? // *BIS Quarterly Review*. 2016. DOI: 10.1016/j.inteco.2023.100475.
25. *Obstfeld M. Rogoff K.* The Mirage of Fixed Exchange Rates // *Journal of Economic Perspectives*. 1995. Vol. 9. No. 4. Pp. 73–96. DOI: 10.2307/2138391.
26. *Taylor J.* The Role of the Exchange Rate in Monetary Policy Rules // *American Economic Review*. 2001. Vol. 91. No. 2. Pp. 263–267.
27. *Mishkin F.* *Will Monetary Policy Become More of a Science?* // *Monetary Policy Over Fifty Years: Experiences and Lessons*, Routledge. 2009. Pp. 81–107.
28. *Friedman M.* *Inflation: Causes and Consequences* // New York: Asia Publishing House, 1963.
29. *Samuelson P., Solow R.* Analytical Aspects of Anti-Inflation Policy // *American Economic Review*. 1960. Vol. 50. Pp. 177–194.
30. *Friedman M.* The Role of Monetary Policy // *American Economic Review*. 1968. Vol. 58. Pp. 1–17.
31. *Goodfriend M., King R.* The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy // *NBER Macroeconomics Annual*. Cambridge: MIT Press. 1997. Pp. 231–283.
32. *Woodford M.* *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy* // Princeton University Press, 2003.
33. *Mishkin F.* *Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis* // NBER Working Papers 16755, National Bureau of Economic Research, 2011. DOI: 10.3386/w16755.

34. *Slovik P., Cournède B.* Macroeconomic Impact of Basel III // OECD Economics Department Working Papers. 2011. No. 844. OECD Publishing, Paris. DOI: 10.1787/5kghwnhkkjs8-en.
35. *Korinek A., Simsek A.* Liquidity Trap and Excessive Leverage // American Economic Review. 2016. Vol. 106. No. 3. Pp. 699–738. DOI: 10.1257/aer.20140289.
36. *Taylor J.* Discretion versus Policy Rules in Practice // Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy. 1993. Vol. 39. Pp. 195–214. DOI: 10.1016/0167-2231(93)90009-1.
37. *Walsh C.* Inflation Surges and Monetary Policy // IMES Discussion Paper Series 22-E-12, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2022.

REFERENCES

1. *Meltzer A.* Origins of the Great Inflation // Federal Reserve Bank of St. Louis Review. 2005. Vol. 87. No. 2. Pp. 145–176. DOI: 10.20955/r.87.145-176.
2. *Bordo M., Siklos P.* Central banks: Evolution and innovation in historical perspective // NBER Working Paper 23847, 2017. DOI: 10.3386/w23847.
3. *McGee R.W.* The Economic Thought of David Hume: A Pioneer in the Field of Law & Economic // Hume Studies. 1989. Vol. 15. No. 1. Pp. 184–204. DOI: 10.1353/hms.2011.0475.
4. *Laidler D.* Professor Fisher and the quantity theory: A significant encounter // The University of Western Ontario, Department of Economics, London (Ontario), 2011. No. 1. DOI: 10.1080/09672567.2012.708772.
5. *Hautcoeur P., Riva A., White E.N.* Floating a “lifeboat”: The Banque de France and the crisis of 1889 // Journal of Monetary Economics. 2014. Vol. 65. Pp. 104–119. DOI: 10.1016/j.jmoneco.2014.04.015.
6. *Bordo M.* An Historical Perspective on the Quest for Financial Stability and the Monetary Policy Regime // The Journal of Economic History. 2018. Vol. 78. No. 2. Pp. 319–357. DOI: 10.1017/S0022050718000281.
7. *Keynes J.* The general theory of employment, interest and money // Macmillan, 1936.
8. *Iskhakov P.Yu.* Evolution of the theory of money: mainstream and alternative // Economics, entrepreneurship and law. 2011. No. 2 (2). С. 3–16. (In Russ.). EDN: NXWCHH.
9. *Pettenati P.* Alternative theories of a money-capital economy: Keynes, Tobin, and the Neoclassics // Oxford University Press. 1977. Vol. 29. No. 3. Pp. 357–369.
10. *Moggridge D., Howson S.* Keynes on monetary policy, 1910–1946 // Oxford Economic Papers. 1974. Vol. 26. No. 2. Pp. 226–247. DOI: 10.1093/oxfordjournals.oep.a041285.
11. *Cooper R., Dornbusch R., Hall R.* The Gold Standard: Historical Facts and Future Prospects // Brookings Papers on Economic Activity. 1982. Vol. 13(1). Pp. 1–56. DOI: 10.2307/2534316.
12. *Calomiris C., Wheelock D.* Was the Great Depression a Watershed for American Monetary Policy? // NBER Chapters, in: The Defining Moment: The Great Depression and the American Economy in the Twentieth Century. 1998. Pp. 23–65. DOI: 10.3386/w5963.
13. *Barsky B., Kilian L.* Do We Really Know that Oil Caused the Great Stagflation? A Monetary Alternative // NBER Macroeconomic Annual 2001, Cambridge: MIT Press. 2002. Pp. 137–183. DOI: 10.1086/654439
14. *Romer D., Romer C.* The Evolution of Economic Understanding and Postwar Stabilization Policy // Proceedings – Economic Policy Symposium – Jackson Hole, Federal Reserve Bank of Kansas City. 2002. Pp. 11–78. DOI: 10.3386/w9274.

15. *Bordo M., Orphanides A.* The Great Inflation: The Rebirth of Modern Central Banking // University of Chicago Press, 2013. DOI: 10.1057/ej.2014.19.
16. *Mundell R.* Uncommon Arguments for Common Currencies // Routledge. 1973. Pp. 19–38.
17. *Peter M., Garber A.* The Collapse of the Bretton Woods Fixed Exchange Rate System // University of Chicago Press. 1993. Pp. 461–494. DOI: 10.7208/9780226066905-010.
18. *Papageorgiou S.* What Is Monetarism? // Finance and Development International Monetary Fund. 2014. Vol. 51. No. 1. DOI:10.5089/9781484312025.022.
19. *Taylor J.* Review of Allan H. Meltzer's A history of the Federal Reserve // Journal of Monetary Economics. 2010. Vol. 58. Pp. 183–189. DOI: 10.1016/j.jmoneco.2010.10.009.
20. *Blanchard O.* The Lucas Critique and the Volcker Deflation // The American Economic Review. 1984. Vol. 74. No. 2. Pp. 211–215.
21. *Friedman M.* A Program for Monetary Stability // Fordham University Press. 1959. Pp. 1–132.
22. *Friedman B.* Monetary Policy // NBER Working Paper No. w8057, 2002. DOI:10.3386/w8057.
23. *Thiessen G.* Can a bank change? The evolution of monetary policy at the Bank of Canada 1935-2000 // University of Western Ontario. 2000. Pp. 1–13.
24. *Kearns J. Patel N.* Does the Financial Channel of Exchange Rates Offset the Trade Channel? // BIS Quarterly Review. 2016. DOI: 10.1016/j.inteco.2023.100475.
25. *Obstfeld M. Rogoff K.* The Mirage of Fixed Exchange Rates // Journal of Economic Perspectives. 1995. Vol. 9. No. 4. Pp. 73–96. DOI: 10.2307/2138391.
26. *Taylor J.* The Role of the Exchange Rate in Monetary Policy Rules // American Economic Review. 2001. Vol. 91. No. 2. Pp. 263–267.
27. *Mishkin F.* Will Monetary Policy Become More of a Science? // Monetary Policy Over Fifty Years: Experiences and Lessons, Routledge. 2009. Pp. 81–107.
28. *Friedman M.* Inflation: Causes and Consequences // New York: Asia Publishing House, 1963.
29. *Samuelson P., Solow R.* Analytical Aspects of Anti-Inflation Policy // American Economic Review. 1960. Vol. 50. Pp. 177–194.
30. *Friedman M.* The Role of Monetary Policy // American Economic Review. 1968. Vol. 58. Pp. 1–17.
31. *Goodfriend M., King R.* The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy // NBER Macroeconomics Annual. Cambridge: MIT Press. 1997. Pp. 231–283.
32. *Woodford M.* Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy // Princeton University Press, 2003.
33. *Mishkin F.* Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis // NBER Working Papers 16755, National Bureau of Economic Research, 2011. DOI: 10.3386/w16755.
34. *Slovik P., Cournède B.* Macroeconomic Impact of Basel III // OECD Economics Department Working Papers. 2011. No. 844. OECD Publishing, Paris. DOI: 10.1787/5kghwnhkkjs8-en.
35. *Korinek A., Simsek A.* Liquidity Trap and Excessive Leverage // American Economic Review. 2016. Vol. 106. No. 3. Pp. 699–738. DOI: 10.1257/aer.20140289.
36. *Taylor J.* Discretion versus Policy Rules in Practice // Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy. 1993. Vol. 39. Pp. 195–214. DOI: 10.1016/0167-2231(93)90009-1.
37. *Walsh C.* Inflation Surges and Monetary Policy // IMES Discussion Paper Series 22-E-12, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 2022.

Дата поступления рукописи: 27.02.2024 г.

СВЕДЕНИЯ ОБ АВТОРЕ

Беляев Владимир Андреевич – научный сотрудник Международной научной лаборатории «Новые тренды в международных финансах» МГИМО МИД России, Москва, Россия
ORCID: 0000-0002-7422-5515
v.a.belyaeff@gmail.com

ABOUT THE AUTHOR

Vladimir A. Belyaev – Researcher at the International Scientific Laboratory “New Trends in International Finance” MGIMO Ministry of Foreign Affairs of Russia, Moscow, Russia
ORCID: 0000-0002-7422-5515
v.a.belyaeff@gmail.com

RESOLVED AND UNRESOLVED PROBLEMS OF MONETARY POLICY:
AN ATTEMPT TO SYSTEMATIZE³

The article examines the main stages in the development of monetary policy over the past century. The author analyzes the impact of crises on changes in its instruments, the growth of the role of banks, and also traces the evolution of the theoretical apparatus of monetary policy under the influence of various economic schools and concepts, starting from the classical school and to the formation of mainstream economic theory. The impact of the development of mainstream economic theory, the 2008 crisis, as well as the COVID-19 pandemic on the ongoing monetary policy is separately considered.

Keywords: *monetary policy, central banks, mainstream economic theory.*

JEL: E580, E520.

³ The publication was supported by MGIMO University “Priority-2030” programme.