

## ВАЛЮТНЫЙ КАНАЛ ДЕНЕЖНОЙ ТРАНСМИССИИ ПРИ ИНФЛЯЦИОННОМ ТАРГЕТИРОВАНИИ

А. М. ГРЕБЕНКИНА

*В статье специфицируется понятие валютного канала денежной трансмиссии в широком смысле с учетом эффектов со стороны мирового финансового и товарного рынков и обосновываются особенности работы данного канала в странах, придерживающихся режима инфляционного таргетирования денежно-кредитной политики.*

*С использованием подхода кейс-стади в работе выявлены некоторые характеристики валютного канала. К их числу относятся значительная экзогенность канала, неоднородность эффекта переноса валютного курса в цены, возможность использования канала в рамках нестандартной денежно-кредитной политики в целях преодоления стагнации и ловушки ликвидности, а также отчетливые стимулы отдельных групп стран (прежде всего стран – финансовых центров и стран – экспортеров сырьевых товаров и продукции обрабатывающего производства) к управлению курсовыми ожиданиями, в частности в целях «охлаждения» ожиданий чрезмерного повышения курса национальных валют.*

**Ключевые слова:** механизм денежной трансмиссии, валютный канал, инфляционное таргетирование, сравнительный анализ стран.

В процессе либерализации режима валютного курса и перехода стран к режиму инфляционного таргетирования в денежно-кредитной политике (далее – ИТ ДКП) номинальный валютный курс перестает выступать операционным индикатором денежно-кредитной политики, однако канал валютного курса продолжает относиться к числу основных каналов денежной трансмиссии и исследуется в актуальных работах Европейского центрального банка [12], Резервного банка Австралии [9], Национального банка Польши [16] и центральных банков других стран.

Определение канала валютного курса денежной трансмиссии может быть достаточно узким, если под ним понимается то, как изменение ключевой ставки центрального банка влияет на курс национальной валюты и как курс влияет на показатель чистого экспорта и в результате – на совокупный спрос и инфляцию.

В более широком понимании канал валютного курса денежной трансмиссии – это не только канал валютного курса трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики центрального банка, но и совокупность экзогенных

факторов, в частности, со стороны мирового товарного и мирового финансового рынков, оказывающих влияние на курс национальной валюты. (См. рис. 1.) Из рисунка видны многоаспектность валютного канала денежной трансмиссии, его чувствительность к шокам со стороны внешнего мира, а также неоднозначность эффектов для показателя совокупного спроса. Так, укрепление номинального валютного курса может приводить не только к сужению совокупного спроса вследствие снижения чистого экспорта (эффект в рамках торговой компоненты канала в терминах рис. 1), но и к его расширению в случае большого количества агентов-заемщиков в иностранной валюте и преобладания эффекта роста их благосостояния над другими эффектами (эффект в рамках финансовой компоненты канала в терминах рис. 1).

Вследствие своей многоаспектности валютный канал денежной трансмиссии редко изучается во всем многообразии и исследовательская задача сводится к изучению одной из трех компонент канала: торговой (см., например, [13]), финансовой (см., например, [19, 20]) или инфляционной<sup>1</sup> в терминах рис. 1.

Гребенкина Алина Михайловна, младший научный сотрудник РАНХиГС при Президенте Российской Федерации (Москва), e-mail: grebenkina-am@ranepa.ru

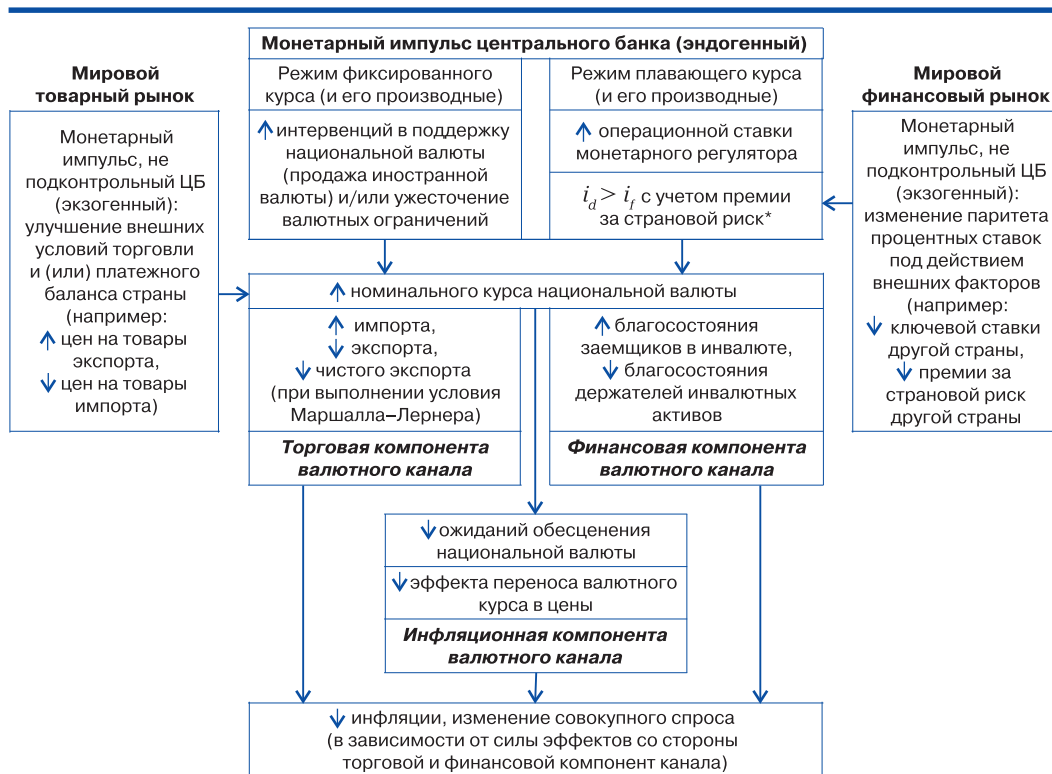
<sup>1</sup> Инфляционная компонента канала валютного курса исследуется в работах, посвященных анализу эффекта переноса валютного курса. Некоторые из работ по оценке эффекта переноса в России представлены далее.

### Роль валютного канала денежной трансмиссии в странах с режимом инфляционного таргетирования

Работа валютного канала денежной трансмиссии различается в странах в зависимости от режима денежно-кредитной политики, в частности режима валютного курса (информацию о режимах ежегодно агрегирует МВФ), а также от степени финансовой открытости страны. В качестве показателя степени финансовой открытости страны может быть использован индекс *Kaopen*, известный также как индекс *Chinn-Ito*, предложенный в 2008 г. [15]. Индекс рассчитывается на основании четырех

качественных бинарных переменных, публикуемых в Ежегодном мониторинге режимов валютного курса МВФ [17], и измеряется в диапазоне от 0 до 1, где 0 соответствует полной финансовой закрытости страны, а 1 – ее полной финансовой открытости. На рис. 2 и 3 показано, каким образом страны распределены по парам параметров – режим валютного курса и режим денежно-кредитной политики, а также режим валютного курса и степень финансовой открытости – в 2018 и в 2014 г. В целях большей наглядности 10 режимов валютного курса, классифицируемых МВФ, агрегированы в 4 группы от наиболее к наименее либеральным<sup>2</sup>.

Рис. 1. Схема работы валютного канала денежной трансмиссии (случай укрепления номинального курса национальной валюты)



\* – Обозначения:  $i_d$  – номинальная ставка процента в отечественной экономике,  $i_f$  – номинальная ставка процента за рубежом.

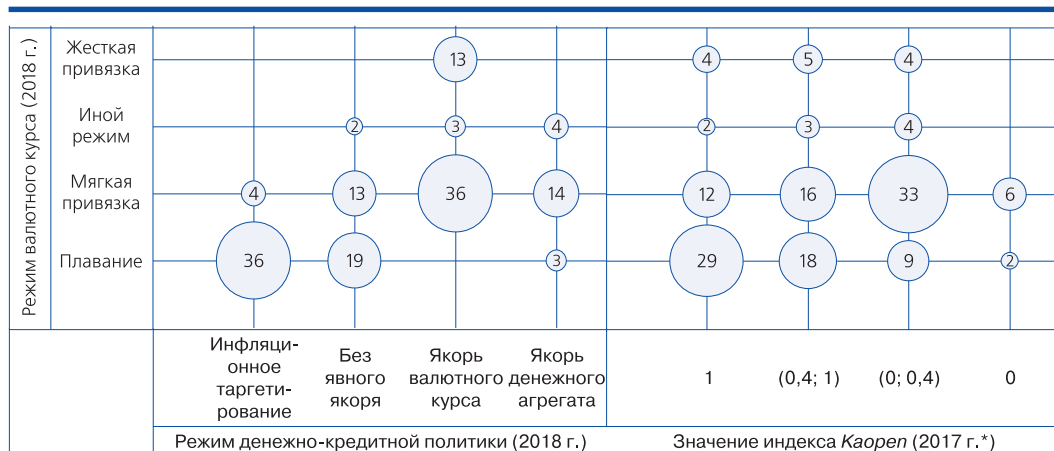
Источник: составлено автором.

<sup>2</sup> Группа режимов «плавание» включает режим плавания и свободного плавания; группа режимов «мягкая привязка» включает

Согласно данным рис. 2 наибольшая доля стран придерживается одновременно режима плавания валютного курса (в том числе сво-

бодного плавания) и режима ИТ ДКП (24,5% стран из выборки). Аналогичный показатель в 2014 г. составлял только 18,2%. (См. рис. 3.)

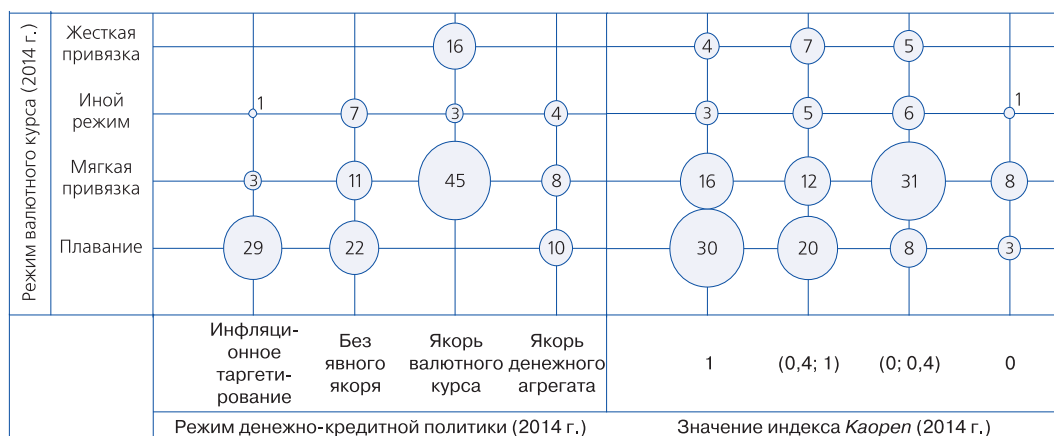
**Рис. 2. Распределение стран по парам параметров работы валютного канала денежной трансмиссии в 2018 г.**



\* – Наиболее актуальное значение – по состоянию на третий квартал 2019 г. Выборка стран ограничена данными по индексу *Каорел* за соответствующие годы.

Источник: расчет автора по данным МВФ о параметрах режима валютного курса и режима денежно-кредитной политики в 147 странах в 2018 г.

**Рис. 3. Распределение стран по парам параметров работы валютного канала денежной трансмиссии в 2014 г.**



Источник: расчет автора по данным МВФ о параметрах режима валютного курса и режима денежно-кредитной политики в 159 странах в 2014 г.

режим привязки, стабилизирующей привязки, ползущей привязки, наклонного коридора и горизонтального коридора; группа режимов «жесткая привязка» включает режим валютного управления и режим отсутствия национального платежного средства.

В сумме со странами, не имеющими одного явного якоря денежно-кредитной политики (в эту категорию попадают такие страны, как США, Австрия, Бельгия, Германия, Франция, Швейцария и др.), доля стран с наиболее либеральным режимом валютного курса доходит до 37,4% (против 27,9% в 2014 г.). При этом, согласно данным рис. 2 и 3, либеральный режим валютного курса наиболее часто сопровождается достаточной финансовой открытостью (свыше значения 0,4 нормированного индекса *Каорен*), и примерно 32% стран мира придерживаются режима плавающего валютного курса и одновременно высокой финансовой открытости. Начиная с 2014 г., а именно с момента перехода к режиму ИТ ДКП и отказа от регулярных валютных интервенций, для России также характерны высокая финансовая открытость, либеральный режим валютного курса и режим ИТ ДКП; к числу стран с аналогичными параметрами в настоящее время относятся такие страны, как Австралия, Канада, Норвегия, Новая Зеландия, Венгрия, Польша, Чехия, Индонезия, Мексика и др.

Поскольку страны, придерживающиеся режима ИТ ДКП, склонны к либерализации режима валютного курса и отказу от ограничений трансграничного движения капитала, номинальный валютный курс оказывается у них напрямую подвержен шокам со стороны внешнего мира и особенно усиливается роль финансовой компоненты канала валютного курса (в терминах рис. 1). Усиление финансовой компоненты канала валютного курса приводит к особой чувствительности экономики к эффектам канала валютного курса, генерируемым на мировом финансовом рынке за пределами национальной денежно-кредитной политики. В частности, страны с формирующимся рынком (далее – страны ЕМ) демонстрируют особую чувствительность к импульсам со стороны денежно-кредитной политики стран – эмитентов резервных валют, и высокая интегрированность стран ЕМ в глобальный

финансовый рынок выступает фактором снижения автономности их денежно-кредитной политики [21].

Так, для стран ЕМ, интегрированных в международное финансовое взаимодействие, ужесточение денежно-кредитной политики развитых стран означает относительное снижение доходности активов, номинированных в национальной валюте, сокращение спроса на них и необходимость ответного изменения ключевой ставки процента<sup>3</sup>, при этом изменение глобальных финансовых условий непосредственно амортизируется курсом национальной валюты. В условиях открытости экономики к импульсам со стороны мирового финансового рынка (в том числе к изменению риторики денежно-кредитной политики развитых стран) политика активного управления курсом национальной валюты сопровождается высокими издержками и более оправданными представляются меры, направленные на снижение эффекта переноса курса в цены.

Вторая особенность работы канала валютного курса в условиях инфляционного таргетирования связана непосредственно с эффектом переноса валютного курса в цены (далее – ЭП). Во многих работах, посвященных анализу последствий перехода стран к ИТ ДКП, отмечается, что результатом этого перехода и политики дезинфляции является постепенное снижение как уровня, так и волатильности инфляции, вследствие чего происходит снижение ЭП. Многочисленные исследования, посвященные анализу эффекта переноса валютного курса в России, подтверждают данную гипотезу. (См. рис. 4.)

Представленные на рис. 4 оценки ЭП в России получены с опорой на различные подходы и поэтому являются только ограниченно сопоставимыми, однако подтверждают предположение о снижении эффекта переноса. Так, в годы до перехода к режиму инфляционного таргетирования в России ЭП, по различным оценкам, составлял 0,37 [3], 0,48 [6] (за 12 ме-

<sup>3</sup> В частности, смена внешнеэкономической конъюнктуры и нарастающие ожидания рестрикционных мер со стороны монетарных регуляторов развитых стран выступают одним из факторов пересмотра ключевой ставки Банка России [1].

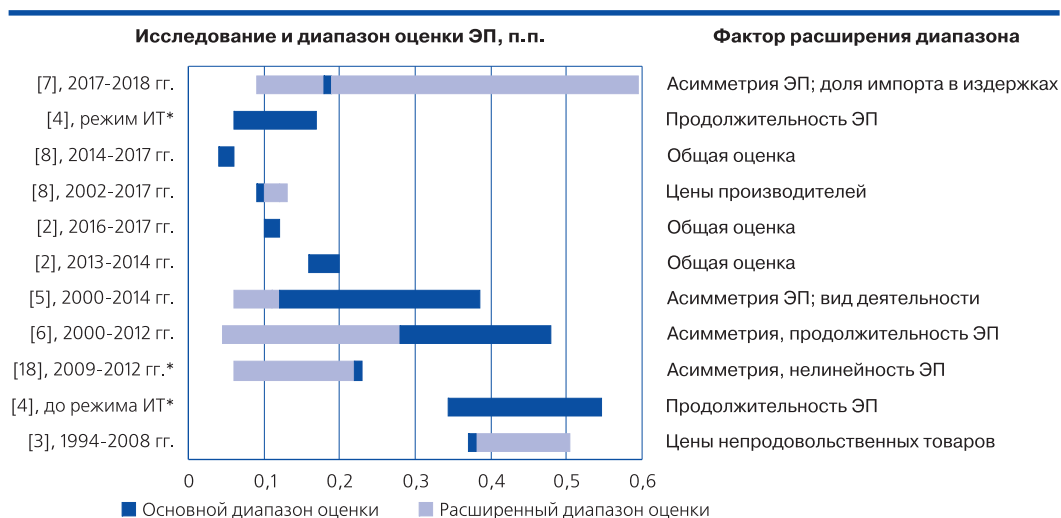
сяцев), 0,22 [18] (за 12 месяцев), 16–0,2 [2] (за 6 месяцев). Эффект переноса в годы после перехода к режиму инфляционного таргетирования в целом характеризуется более низкими значениями: 0,1–0,12 [2] (за 6 месяцев), 0,09–0,1 [8] (за 12 месяцев), 0,06–0,17 [4], 0,18 [7].

Вместе с тем, несмотря на общий тренд снижения, оценка ЭП остается неоднородной и значительно варьируется в зависимости от таких факторов, как продолжительность переноса (например, 1 месяц либо 12 месяцев), вид экономической деятельности, доля импорта в издержках компании, а также величина и направление изменения курса (укрепление либо ослабление). Так, эффект переноса отдельно для группы непродовольственных товаров может достигать 0,52 [3]. Оценка ЭП может варьироваться от 0,05 до 0,38 (за 1 месяц) в зависимости от вида экономической деятельности [5]. В зависимости от доли импорта в издержках компаний оценка ЭП изменяется от 0,17 до 0,59 [7]. В ряде работ отмечаются также нелинейность и асимметричность эффекта переноса, в результате чего он при-

мерно вдвое сильнее при ослаблении курса и тем больше, чем более значительно изменение последнего. Таким образом, результаты эмпирических исследований подтверждают неоднородность эффекта переноса и его существенность для отдельных групп цен и видов экономической деятельности, несмотря на переход к режиму ИТ ДКП.

Третья особенность работы валютного канала денежной трансмиссии заключается в возможности использования инструментов политики валютного курса в рамках режима ИТ ДКП, несмотря на то что номинальный валютный курс не выступает номинальным якорем денежно-кредитной политики. В частности, инструменты политики валютного курса могут применяться в рамках режима инфляционного таргетирования в случае дефляции и риска снижения номинальных ставок процента в экономике до околонулевых значений (т.е. наступления ситуации, известной как *Zero lower bound – ZLB*). Такая возможность объясняется теоретическим предположением, согласно которому в условиях *ZLB* централь-

**Рис. 4. Оценка эффекта переноса номинального валютного курса в России в исследованиях 2010–2019 гг. на различных временных диапазонах**



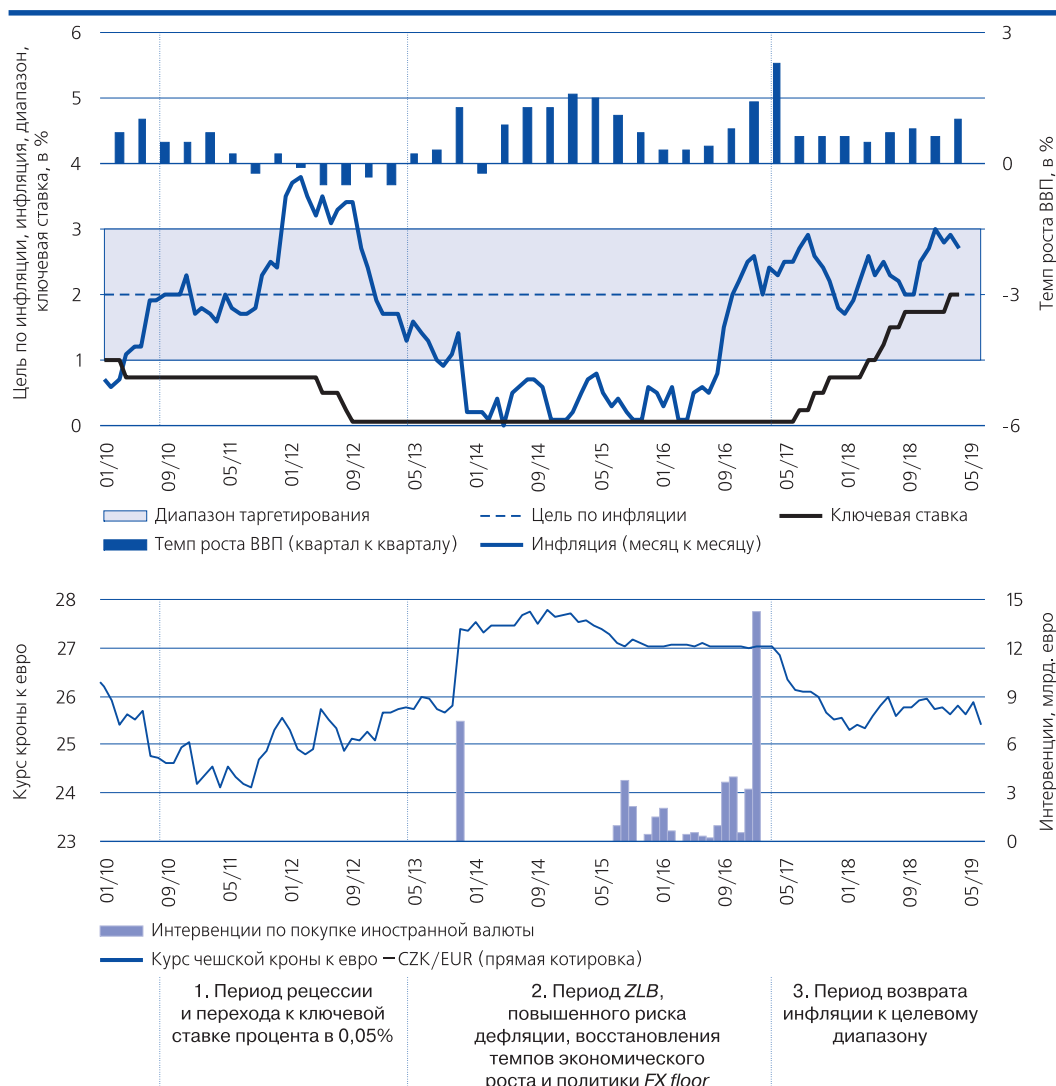
\* – В работах [4] и [18] оценка дается на панели стран, в остальных работах оценка представлена для России.  
 Источник: составлено автором.

ный банк не пытается компенсировать снижение номинального валютного курса ростом номинальной ставки процента и эффект переноса валютного курса в цены оказывается достаточно высоким, чтобы стимулировать выход инфляции из околонулевого диапазона. Эта идея была выдвинута Л. Свенссоном в 2000 г.

[23] и применена Национальным банком Чехии в 2013 г.

В 2011 г. экономика Чехии начала демонстрировать отрицательные темпы роста, и к октябрю 2012 г. ключевая ставка национального центрального банка была снижена до 0,05%. (См. рис. 5.) Несмотря на крайне мягкие мо-

**Рис. 5. Опыт выхода из ситуации ZLB с использованием мер политики FX floor в Чехии в 2013–2016 гг.**



Источник: составлено автором.

нетарные условия, среднегодовые темпы инфляции в 2013 г. продолжали в стране падать до околонулевых значений (при цели по инфляции в  $2\% \pm 1$  п.п.), темпы роста выпуска оставались отрицательными и экономика Чехии столкнулась с риском дефляции. В ноябре 2013 г., через год после установления околонулевой ключевой ставки процента, Национальный банк Чехии декларировал намерение использовать курс национальной валюты (а именно снижение курса чешской кроны к евро) в качестве инструмента дальнейшего смягчения монетарных условий и возврата инфляции к целевому уровню. Данная политика получила название нижней границы обменного курса (*FX floor*). В рамках политики *FX floor* в ноябре 2013 г. курс чешской кроны был единовременно снижен к евро на 7% — с 25 до 27 чешских крон за евро (в частности, в результате интервенций Национального банка Чехии по покупке иностранной валюты в размере 7,5 млрд. евро в ноябре 2013 г.). Всего в условиях интервенций центрального банка объем золотовалютных резервов Чехии увеличился с 47 млрд. долл. в 2013 г. до 85 млрд. долл. к началу 2017 г., а объем интервенций по покупке евро в ходе реализации программы составил 47 млрд. евро.

В 2019 г. Национальный банк Чехии дал оценку последствий использования инструментов управления валютным курсом для выхода из ситуации *ZLB* [10]. В результате снижения курса чешской кроны к евро на 7% к 2015 г. (т.е. спустя два года после начала проведения политики *FX floor*) были достигнуты рост уровня цен на 0,13–0,33% и рост выпуска на 0,45–1,5%. Возврат инфляции к целевому диапазону произошел только в 2017 г. (хотя ожидался к 2015 г.), тогда как устойчиво положительные темпы экономического роста были достигнуты уже в 2014 г. Таким образом, влияние политики *FX floor* на уровень инфляции было признано весьма скромным. К числу вероятных причин столь незначительного влияния могут быть отнесены низко заякоренные инфляционные ожидания, долгосрочное сни-

жение эффекта переноса (вследствие усиления интегрированности экономики в глобальные цепочки добавленной стоимости), а также завышенный на начало использования политики *FX floor* курс чешской кроны [22]. Предположительно, политика *FX floor* могла бы обеспечить большее стимулирование инфляции, если бы она оказалась усилена мерами дальнейшего снижения номинальной ставки процента (ниже 0,05%) и снижением курса чешской кроны более чем на 7%. Однако, несмотря на сравнительно малый количественный эффект политики *FX floor* для инфляции, следует отметить достаточно быстрый и выраженный ее эффект на темпы экономического роста, а также то, что она тем не менее способствовала предотвращению дефляции.

Описанный случай Чехии является не единственным примером повышенного внимания страны с режимом ИТ ДКП к инструментам политики валютного курса. Данные приводимой таблицы показывают, что во многих странах со зрелым режимом инфляционного таргетирования в отдельные периоды могут быть идентифицированы те или иные признаки «манипулирования» курсом национальной валюты, идентифицированные Фредом Бергстеном и Джозефом Гагноном в 2017 г. [11]. В частности, авторами был выявлен стимул стран к предотвращению излишнего укрепления курса национальных валют посредством стерилизации избыточной валютной ликвидности: в период значительного интереса иностранных агентов к национальной программе приватизации в Чехии; в период высокого спроса на швейцарский франк как инструмент хеджирования валютного курса в Швейцарии; в период высокого спроса на товары экспорта Китая, Израиля, Таиланда. Для стран, использующих бюджетное правило, авторами был выявлен стимул к симметричному смягчению волатильности курса национальной валюты и, в частности, к ослаблению высоких ожиданий относительно его укрепления при ухудшении экономических условий в целях сглаживания доходов бюджета (случай Норвегии).

Представленные в таблице мотивы продиктованы изменением экономических условий мирового финансового и мирового товарного рынков и при этом не требуют от национальных центральных банков ужесточения режима валютного курса и перманентного удержания курса национальной валюты на равновесном уровне. Так, объемы операций в рамках соглашений по абсорбированию валютной ликвидности могут быть малыми (в частности, недостаточными для значимого отклонения курса национальной валюты от рыночного равновесия), но их наличие формирует соответствующее направление курсовых ожиданий (например, охлаждает ожидание укрепления курса). Данные таблицы позволяют заключить, что страны, преодолевшие ранее «страх плавания» [14] национальной валюты, в настоящее время преодолевают страх «неодобряемого внимания» к валютному каналу денежной трансмиссии.

Процессы либерализации режимов валютного курса и повышения степени финансовой открытости, характерные для режима ИТ ДКП,

приводят к росту экзогенности валютного канала. В этих условиях практическая невозможность купирования внешних шоков стимулирует центральные банки, особенно в странах с формирующимся рынком, отказываться от активной политики валютного курса в пользу мер, направленных на смягчение последствий высокой экзогенности валютного канала для курсовых ожиданий и величины эффекта переноса.

При переходе к режиму ИТ ДКП в странах наблюдается снижение эффекта переноса валютного курса в цены, однако он остается асимметричным и существенным в отдельных отраслях экономики и задача снижения эффекта переноса сохраняет актуальность.

Опыт стран со зрелым режимом инфляционного таргетирования (мировых финансовых центров, экспортеров сырья и товаров обрабатывающего производства) показывает, что канал валютного курса может быть использован национальными центральными банками как механизм воздействия на курсовые ожидания экономических агентов в определенные периоды в целях снижения волатильности кур-

**Страны с режимом ИТ ДКП, имеющие стимул к предотвращению излишнего укрепления курса национальной валюты**

Критерии Бергстена–Гагнона «манипулирования» курсом национальной валюты	Группы стран, имеющих стимул к «манипулированию»	Мотивы стран по предотвращению излишнего укрепления национальной валюты в отдельные периоды
1. Профицит счета текущих операций платежного баланса более 3% ВВП.	1. Финансовые центры.	Высокая привлекательность валюты как инструмента хеджирования (Швейцария, с 2016 г. по наст. вр.); высокая доля доходов пенсионного фонда, инвестированных за рубежом (Япония, 2016 г.); высокая привлекательность национальной программы приватизации для иностранных инвесторов (Чехия, 2008 г.).
2. Чистый приток активов, номинированных в иностранной валюте, более 2% ВВП.		
3. Выполнение критерия МВФ достаточности золотовалютных резервов.	2. Экспортеры сырьевых товаров.	Сглаживание снижения доходов бюджета вследствие ухудшения условий внешней торговли (Россия, с 2017 г. по наст. вр.; Норвегия, с 2015 г. по наст. вр.).
4. Выполнение критерия Гринспена–Гвидотти достаточности золотовалютных резервов.	3. Экспортеры продукции обрабатывающей промышленности.	Высокий спрос на продукцию национального экспорта (Китай, 2003-2013 гг.; Таиланд, 2016-2017 гг.; Израиль, 2015-2017 гг.).
5. Чистый приток активов, номинированных в иностранной валюте, более 65% стоимости экспорта нефти за вычетом издержек производства.	4. Страны с повышенным риском дефляции	Возможность использования инструментов политики валютного курса для ускорения инфляции (Чехия, 2013-2016 гг.)
6. Доход страны выше среднего по критерию Всемирного банка		

Источник: составлено и дополнено автором по материалам работы [11].



са валюты в ответ на изменения на мировом финансовом или товарном рынках. Также опыт отдельных стран свидетельствует в пользу возможности использования валютного канала

денежной трансмиссии в качестве меры нетрадиционной денежно-кредитной политики и механизма преодоления ловушки ликвидности и стагнации. ■

### Литература

1. Банк России. Доклад о денежно-кредитной политике. 2018. № 4 (24). С. 2, 17.
2. Банк России. О чем говорят тренды // Макроэкономика и рынки. 2017. № 7 (19).
3. Кадыров М. Влияние валютного курса на цены при наличии структурных сдвигов // Прикладная эконометрика. 2010. № 3. С. 9–22.
4. Картаев Ф., Якимова Ю. Влияние инфляционного таргетирования на эффект переноса валютного курса // Вопросы экономики. 2018. № 11. С. 70–84.
5. Пономарев Ю. Эффект переноса динамики обменного курса рубля в цены в российских отраслях промышленности // Экономическая политика. 2015. № 5. С. 53–70.
6. Пономарев Ю., Трунин П., Улюкаев А. Эффект переноса динамики обменного курса на цены в России // Вопросы экономики. 2014. № 3. С. 21–35.
7. Синяков А., Чернядьев Д., Сапова А. Оценка эффекта переноса валютного курса рубля в цены производителей конечной продукции на микроданных российских компаний // Журнал новой экономической ассоциации. 2019. № 1. С. 128–157.
8. Тиунова М. Моделирование эффекта переноса валютного курса на цены в России // Финансы: теория и практика. 2018. № 3. С. 136–154.
9. Atkin T., Cava G. The transmission of monetary policy: how does it work? // Reserve Bank of Australia Bulletin. 2017. No. 3.
10. Baša J., Sestorad T. The Czech exchange rate floor: depreciation without inflation? // CNB Working Paper Series. 2019. No. 3.
11. Bergsten C.F., Gagnon J. Currency conflict and trade policy: A new strategy for the United States. Columbia University Press. 2017.
12. Beyer A., Nicoletti G., Papadopoulou N., Papsdorf P., Ruenstler G., Schwarz, C., Sousa, J., Vergote O. The transmission channels of monetary, macro- and microprudential policies and their interrelations // ECB Occasional Paper Series. 2017. No. 191.
13. Boivin J., Kiley M., Mishkin F. How has the monetary transmission mechanism evolved over time? // NBER Working Paper. 2010. No. 15879.
14. Calvo G., Reinhart C. Fear of Floating // Quarterly Journal of Economics. 2002. Vol. 107. No. 2. Pp. 379–408.
15. Chinn M., Ito H. A New Measure of Financial Openness // Journal of Comparative Policy Analysis. 2008. Vol. 10. No. 3. Pp. 309–322.
16. Chmielewski T., Kapuscinski M., Kociecki A., Lyziak T., Przystupa J., Stanislawski E., Wrobel E. Monetary transmission mechanism in Poland // NBP Working Paper. 2017. No. 286.
17. IMF. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions // IMF Publications. 2019.
18. IMF. Russian Federation. Selected issues // IMF Country Report. 2015. No. 15/212.
19. Hofmann B., Shim I., Shin H. Sovereign yields and the risk-taking channel of currency appreciation // BIS Working Papers. 2017. No. 538.
20. Kearns J., Patel N. Does the financial channel of exchange rate offsets the trade channel? // BIS Quarterly Review. 2016. No. 4. Pp. 95–113.
21. Rey H. International channels of transmission of monetary policy and the Mundellian trilemma // NBER Working Paper. 2016. No. 21852.
22. Skorepa M., Vlcek J. Impact of the CNB's exchange rate commitment: pass-through to inflation // BIS Working Paper. 2016. Vol. 89. Pp. 153–167.
23. Svensson L. The zero bound in an open economy: a foolproof way of escaping from a liquidity trap // NBER Working Paper. 2000. No. 7957.

### References

1. Bank of Russia. Report on Monetary Policy. 2018. No. 4 (24). Pp. 2, 17.
2. Bank of Russia. What Are Trends Talking About // Macroeconomics and Markets. 2017. No. 7 (19).
3. Kadyrov M. Impact of Exchange Rate on Prices In the Presence of Structural Changes // Applied Econometrics. 2010. No. 3. Pp. 9–22.

4. Kartaev F., Yakimova Yu. The Influence of Inflation Targeting on the Pass-Through Effect of the Exchange Rate // *Voprosy Ekonomiki*. 2018. No. 11. Pp. 70–84.
5. Ponomarev Yu. The Pass-Through Effect of Exchange Rate on Prices In Russian Industrial Sector // *Ekonomicheskaya Politika*. 2015. No. 5. Pp. 53–70.
6. Ponomarev Yu., Trunin P., Ulyukaev A. Exchange Rate Pass-Through in Russia // *Voprosy Ekonomiki*. 2014. No. 3. Pp. 21–35.
7. Sinyakov A., Chernyadyev D., Sapova A. Estimating the Exchange Rate Pass-Through Effect on Producer Prices of Final Products Based on Micro-Data of Russian Companies // *Journal of the New Economic Association*. 2019. No. 1. Pp. 128–157.
8. Tiunova M. Modeling of the Exchange Rate Pass-Through Effect on Prices in Russia // *Finansy: teoria i praktika*. 2018. No. 3. Pp. 136–154.
9. Atkin T., Cava G. The transmission of monetary policy: how does it work? // *Reserve Bank of Australia Bulletin*. 2017. No. 3.
10. Baxa J., Sestorad T. The Czech exchange rate floor: depreciation without inflation? // *CNB Working Paper Series*. 2019. No. 3.
11. Bergsten C.F., Gagnon J. *Currency conflict and trade policy: A new strategy for the United States*. Columbia University Press. 2017.
12. Beyer A., Nicoletti G., Papadopoulou N., Papsdorf P., Ruenstler G., Schwarz, C., Sousa, J., Vergote O. The transmission channels of monetary, macro- and microprudential policies and their interrelations // *ECB Occasional Paper Series*. 2017. No. 191.
13. Boivin J., Kiley M., Mishkin F. How has the monetary transmission mechanism evolved over time? // *NBER Working Paper*. 2010. No. 15879.
14. Calvo G., Reinhart C. Fear of Floating // *Quarterly Journal of Economics*. 2002. Vol. 107. No. 2. Pp. 379–408.
15. Chinn M., Ito H. A New Measure of Financial Openness // *Journal of Comparative Policy Analysis*. 2008. Vol. 10. No. 3. Pp. 309–322.
16. Chmielewski T., Kapuscinski M., Kociecki A., Lyziak T., Przystupa J., Stanislawski E., Wrobel E. Monetary transmission mechanism in Poland // *NBP Working Paper*. 2017. No. 286.
17. IMF. *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* // *IMF Publications*. 2019.
18. IMF. *Russian Federation. Selected issues* // *IMF Country Report*. 2015. No. 15/212.
19. Hofmann B., Shim I., Shin H. Sovereign yields and the risk-taking channel of currency appreciation // *BIS Working Papers*. 2017. No. 538.
20. Kearns J., Patel N. Does the financial channel of exchange rate offsets the trade channel? // *BIS Quarterly Review*. 2016. No. 4. Pp. 95–113.
21. Rey H. International channels of transmission of monetary policy and the Mundellian trilemma // *NBER Working Paper*. 2016. No. 21852.
22. Skorepa M., Vlcek J. Impact of the CNB's exchange rate commitment: pass-through to inflation // *BIS Working Paper*. 2016. Vol. 89. Pp. 153–167.
23. Svensson L. The zero bound in an open economy: a foolproof way of escaping from a liquidity trap // *NBER Working Paper*. 2000. No. 7957.

### **Exchange Rate Channel of Monetary Transmission Mechanism under Inflation Targeting**

**Alina M. Grebenkina** – Junior Researcher of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (Moscow, Russia). E-mail: grebenkina-am@ranepa.ru

*The article specifies the concept of the exchange rate channel of monetary transmission mechanism considering the effects caused by global financial and commodity markets and explains its peculiarity in countries with inflation targeting regime of monetary policy. Based on case-study approach the article provides such features as significant exogeneity of the exchange rate channel; heterogeneous pass-through effect of the exchange rate; functioning as an instrument of non-conventional monetary policy (in order to overcome stagnation and liquidity trap); distinct incentive of particular countries (primarily financial centers, commodity exporters and manufacturing exporters) to manage exchange rate expectations, particularly to cool expectations of excessive currency appreciation.*

**Key words:** monetary transmission mechanism, exchange rate channel, inflation targeting, cross-country analysis.