Монетарная политика

УДК 336.71

УРОКИ ГЛОБАЛЬНОГО КРИЗИСА ДЛЯ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ В РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАНАХ

Х.Т. СОГОМОНЯН,
аспирант кафедры экономической теории и экономической политики
E-mail: s_khach@mail.ru
Санкт-Петербургский государственный университет

В статье представлена общая экономическая ситуация в мире до глобального кризиса 2007–2009 гг. Проанализированы действия органов монетарного регулирования развитых стран. Выявлены основные ошибки монетарных властей, которые стали причиной глобального кризиса, бросавшего вызов обычным взглядам на роль монетарной политики. Отмечены те действия монетарных властей, неэффективность которых привела во время кризиса к принятию в развитых странах новых мер (количественное смягчение и нулевая нижняя граница ключевой процентной ставки). Они в научной литературе получили общее название «нетрадиционные меры монетарной политики», или «нетрадиционная монетарная политика». На основе анализа данных мер выявлены основные различия действий монетарных властей развитых и развивающихся стран. По некоторым развивающимся странам представлены нетрадиционные меры монетарной политики, которые разделяются на три основных направления: увеличение внутренней ликвидности, ослабление курса иностранной валюты и кредитное и количественное смягчение.

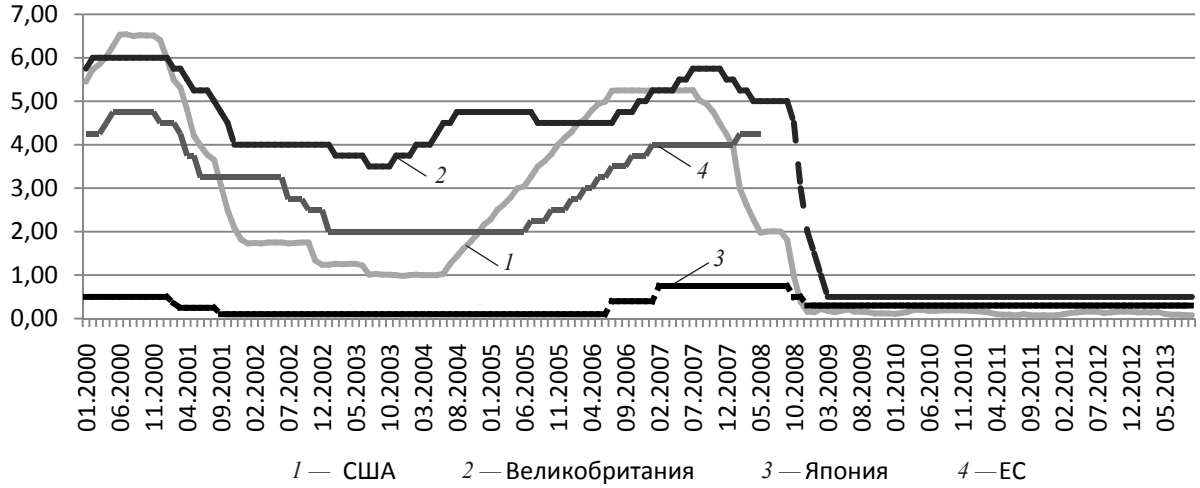
В результате определены уроки глобального кризиса для монетарной политики развивающихся стран: принцип одной цели и одного инструмента — не лучшая основа монетарной политики во время кризиса; для твердого закрепления инфляционных ожиданий необходима четкая ориентированность на стабильность цен; ценовая и финансовая стабильность являются взаимодополняющими; независимость центральных банков очень важна для обеспечения стабильности цен; необходимо развитие отечественного рынка облигаций; для малой открытой экономики чрезвычайно важен обменный курс.

Сделан вывод о том, что в условиях глобализации обычные инструменты монетарной политики не всегда могут быть достаточными для борьбы с кризисом, что и приводит к применению нетрадиционных мер.

Ключевые слова: *монетарная политика, финансовый кризис, процентная ставка, нетрадиционные меры монетарной политики, центральный банк, обменный курс, стабильность цен, финансовая стабильность*

Для обеспечения экономического роста и создания дополнительных импульсов в экономике начиная с 2001 г. в развитых странах, особенно в США и в некоторых государствах ЕС, фискальной и монетарной политике был придан экспансионистский характер. В частности, для обеспечения финансовых рынков необходимой ликвидностью центральные банки этих стран стали резко снижать процентные ставки (рис. 1).

Снижение процентных ставок продолжалось до конца I квартала 2004 г. Такая экспансионистская политика особенно ярко проявлялась в процентной ставке монетарной политики ФРС США: ставка по федеральным фондам (избыточным обязательным резервам) в 2004 г. достигла исторически низкого уровня 1%. В ЕС и в Великобритании процентные ставки снизились соответственно до 2 и 3,5%. В



Источники: Базы данных ФРС США (URL: http://www.federalreserve.gov/datadownload/), Банка Англии (URL: http://www.bankofengland.co.uk), Банка Японии (URL: http://www.boj.or.jp), Центрального банка ЕС (URL: http://www.ecb.europa.eu).

Рис. 1. Базовые ставки монетарной политики в развитых странах в 200–2013 гг., %

США и ЕС снижение процентных ставок проводилось в целях преодоления среднесрочной рецессии. Низкие кредитные ставки, или политика «дешевых» денег повлекли за собой бурный рост частных и государственных долгов, чему также способствовали формирование и ускоренное развитие рынка производных финансовых инструментов[1].

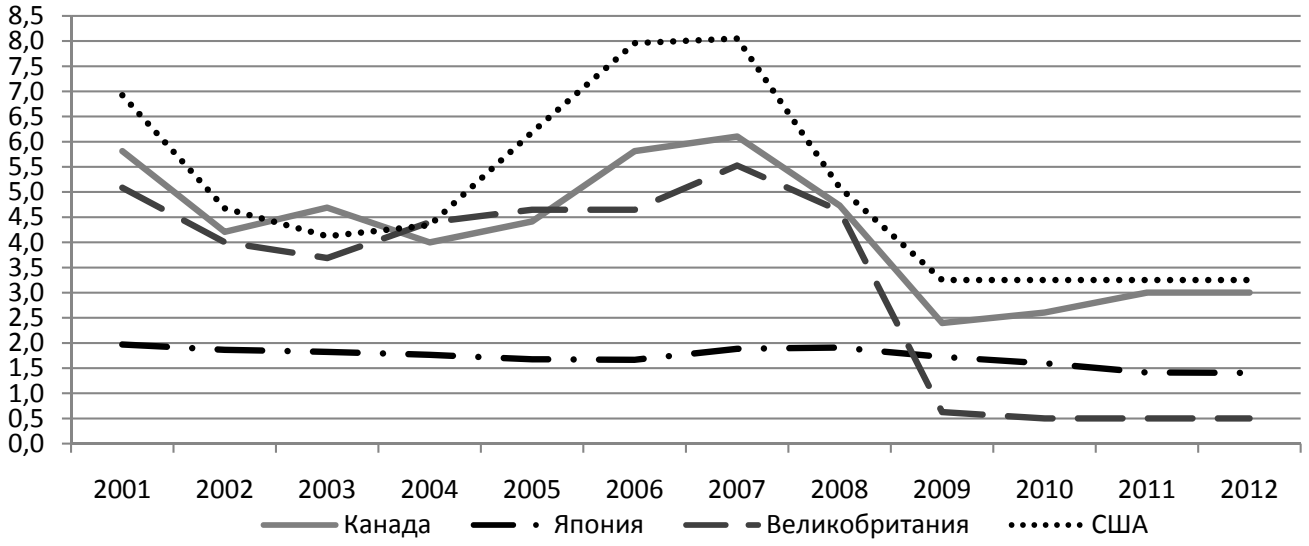
Первоначально предполагалось, что экономики развивающихся стран остаются изолированными от мирового финансового краха за счет существенных валютных резервов и надежного банковского сектора, а также хорошего состояния корпоративных балансов с точки зрения ЦБ. Однако кризис показал, что монетарная политика развитых стран оказывает влияние на развивающиеся страны. Например, сохранение низких процентных ставок в развитых экономиках за счет увеличения дифференциала процентной ставки может привести к тому, что капитал в поисках более высокой отдачи устремится в развивающиеся страны, и его чрезмерный приток подвергнет эти страны риску провала. Такая ситуация способна снизить цены на активы и оказать давление на обменный курс. Поэтому особенностью последнего кризиса можно считать появление структурных дисбалансов между развитыми и развивающимися странами.

Кризис проявился сначала в виде сокращения ликвидности на межбанковских рынках в развитых странах, поскольку банки стали меньше кредитовать друг друга из-за риска контрагента. Монетарные власти, в том числе ФРС США, Центральный банк ЕС и Банк Англии, взяли на себя поддержку банковского сектора и фондового рынка. Однако кредиты, предоставляемые коммерческим банкам, накапливались на корреспондентских счетах в центральных банках и не использовались для кредитования экономики. Это привело к ненормальным уровням спредов, сокращению сроков погашения в некоторых сегментах рынка. В результате у финансовых институтов появились проблемы, связанные с финансированием. Ужесточение кредитных условий, вызванное крайним неприятием риска и сокращением заемных средств банками и другими финансовыми учреждениями, привело к резкому замедлению роста кредитования частного сектора.

Курсы акций столкнулись с повышенной неопределенностью. Падение цен на акции, связанное с ухудшением макроэкономических условий, влияло на прибыльность банков и других финансовых учреждений. Следовательно, проблема ликвидности превратилась в проблему платежеспособности, приводящую к крупномасштабному банкротству банков в США и развитых странах Европы. Сопутствующие потери из-за коллапса цен на активы в дальнейшем усугубили проблемы в реальном секторе.

Заражение от глобального финансового кризиса способствовало быстрой реакции монетарной и фискальной политики в развивающихся странах в

[1] *Алтунян А.Г.* Экономическая политика в России: уроки кризиса и перспективы развития // Национальные интересы: приоритеты и безопасность. 2012. № 46. С. 15–20.



Источник: База данных Всемирного банка. URL: http://www.worldbank.org.

Рис. 2. Ставка ссудного процента в развитых странах в 2001–2012 гг., %

целях обеспечения нормального функционирования рынков и сохранения финансовой стабильности. Эти меры опирались, в первую очередь, на рост ликвидности и использовали такие инструменты, как валютные свопы и коэффициент наличных резервов. Большинство центральных банков развивающихся стран проводили прямые продажи валютных резервов для удовлетворения спроса внутреннего рынка на иностранную валюту и уменьшения давления на обменный курс. Центральные банки таких стран, как Бразилия, Корея, Мексика и Сингапур, заключили соглашения о долларовых свопах с ФРС США. Тем не менее можно отметить, что, хотя развивающиеся экономики принимали меры для увеличения ликвидности и ослабления курсов иностранных валют, меры по расширению кредитования и количественному смягчению были ограниченными (табл. 1).

Несмотря на то, что центральные банки развитых и развивающихся стран обращались к традиционным и нетрадиционным мерам монетарной политики, существовали определенные различия по срокам, видам и размерам этих мер.

Во-первых, в то время как в развитых странах наблюдался переход от традиционных инструментов монетарной политики к нетрадиционным — путем приближения процентных ставок к нулю, во многих развивающихся странах нетрадиционные меры ослабления курса иностранной валюты и увеличения внутренней ликвидности предшествовали традиционным мерам снижения процентной ставки.

Во-вторых, центральные банки развивающихся стран в основном использовали для увеличения внутренней ликвидности прямые инструменты, такие как резервные требования, а в развитых странах ЦБ обращались к различным операциям, предоставляющим ликвидность с помощью снижения рисков контрагентов, ослабления залоговых требований и увеличения сроков погашения.

В-третьих, развитые страны широко использовали кредитование и количественное смягчение, что привело к существенному расширению балансов ЦБ.

В-четвертых, в странах с развитой экономикой финансовая поддержка была направлена на выведение финансового сектора из кризисной ситуации, в развивающихся странах — в основном на сокращение дефицита совокупного спроса.

По результатам изучения причины глобального кризиса на основе докладов глав центральных банков можно вынести некоторые уроки.

1. Преобладающее в течение докризисного периода мнение о том, что *одна цель и один инструмент — лучшие основы монетарной политики, оказалось под вопросом во время кризиса.* Опыт развивающихся стран демонстрирует, что несколько целей наряду с несколькими инструментами могут хорошо работать не только в обычное время, но и во время кризиса. Например, используя процентную

Таблица 1

Выбор нетрадиционных мер монетарной политики центральными банками развивающихся стран

Применяемая мера	Способ реализации меры	Страна	Действия центральных банков
Увеличение внутренней ликвидности	Прямые инструменты денежного рынка	Китай, Венгрия, Нигерия	Понижение резервных требований
	Систематические соглашения о внутренней ликвидности	Филиппины	Снижение требований к приемлемому залогу для операций РЕПО в целях использования в этом ключе государственных долговых ценных бумаг, выраженных в иностранной валюте
		Израиль	Объявление ЦБ о намерении в отношении государственного долга совершать на открытом рынке операции различных типов и сроков погашения
		Чили	Расширение списка приемлемых для денежных операций залогов, чтобы включить в него коммерческие бумаги
Упрощение валютных операций	Вливание ликвидности с помощью иностранной валюты	Бразилия	Объявление ЦБ о продаже месячного долларового резерва
		Филиппины	Разрешение ЦБ использовать доллары при сделках РЕПО
		Индонезия	Понижение резервных требований по иностранной валюте для коммерческих банков
		Сербия	Сокращение обязательных резервов по отношению к иностранным активам
	Кросс-соглашения центральных банков по валютным свопам	Бразилия, Мексика, Корея, Сингапур	Взаимные временные своп-линии с ФРС
Облегчение кредитования и количественное смягчение	Покупка или взятие в обеспечение финансовых активов	Корея	Объявление о финансировании центральным банком облигаций для покупки коммерческих бумаг
		Израиль	Объявление центрального банка о покупке государственных облигаций

Источник: Mohanty D. Lessons for monetary policy from the global financial crisis — an emerging market perspective

ставку в качестве доминирующего инструмента реализации монетарной политики и дополняя ее другими инструментами, ЦБ может повысить гибкость монетарной политики для достижения нескольких целей, а также устранить риск столкновения с нулевой нижней границей процентной ставки. Новые модели обычно подтверждают, что монетарная политика может быть эффективной даже при нулевой процентной ставке. Эту концепцию поддерживает и М. Фридман, выдвигая идею о том, что нулевая номинальная процентная ставка не представляет проблемы для монетарной политики. По его словам, ЦБ может увеличить денежную базу, даже если процентная ставка стремится к нулю, ему только надо продолжать покупать облигации.

2. *Сосредоточенность ЦБ на поддержании стабильности цен позволяет закрепить инфляционные ожидания*, что становится автоматически стабилизатором во время кризиса. Например, благодаря хорошо фиксированным инфляционным ожиданиям, Центральный банк ЕС смог избежать дефляционной спирали и снижения реальных процентных ставок в тандеме с номинальными. Если инфляционные ожидания хорошо прогнозируемы, то нет необходимости манипулировать основными инструментами монетарной политики.

3. *Денежные и финансовые переменные должны быть ключевыми в оценке средне- и долгосрочных рисков для стабильности цен, особенно во время финансовых кризисов.* При разработке монетарной политики центральные банки должны учитывать важную информацию, которая вытекает из моделей экономического прогнозирования. Существует убедительное эмпирическое доказательство того, что инфляция показывает положительную связь с ростом денежной массы.

4. *Стабильность цен и финансовая стабильность являются взаимодополняющими,* поскольку обеспечения стабильности цен недостаточно для финансовой стабильности. Многие развивающиеся

страны использовали финансовую стабильность в качестве дополнительной цели в рамках монетарной политики и, следовательно, задействовали несколько инструментов, в том числе количественных (контроль за коэффициентом наличного резерва, чтобы сдерживать темпы роста внутреннего кредитования, а также монетарное влияние больших потоков капитала). Очевидно, что после кризиса финансовая стабильность должна быть основной целью центральных банков, но единого мнения о том, в какой степени она может рассматриваться в качестве дополнительной цели монетарной политики, пока нет. Существует точка зрения, согласно которой горизонт монетарной политики для достижения таргетирования инфляции может быть удлинен, чтобы учитывать проблемы финансовой стабильности. МВФ отмечает, что при таком подходе центральные банки должны принять меры предосторожности, чтобы избежать непрерывных отклонений инфляции, которая в противном случае может ослабить результативность политики и создать неопределенность в отношении долгосрочных ожиданий стабильности цен.

5. *Независимость центральных банков имеет большое значение для обеспечения стабильности цен*, особенно во время кризисов, поскольку независимость является обязательным условием эффективной монетарной политики.

6. *Монетарная политика должна быть ориентирована на среднесрочную перспективу.* Попытка точной регулировки монетарной политики на основе таких показателей, как увеличение разрыва между объемом производства и уровнем базовой инфляции, является недальновидной стратегией и создает серьезные риски. Опыт, особенно предшествующий кризису, выявил проблемы проектирования политики на основе отношений показателей и переменных, которые не являются достаточно надежными. Уровни базовой инфляции могут дать дезориентирующие сигналы в случае непрерывных изменений в относительных ценах. Это не столько урок, который можно извлечь из кризиса, сколько явление, которое кризис выявил. Монетарная политика, направленная на точное регулирование краткосрочных целей, подвергает экономику серьезному риску появления проблем в долгосрочном периоде.

7. *Потребность в развитии местного рынка облигаций.* В ситуации финансовой стабильности обязательно необходимо развивать местный рынок валютных облигаций. Опыт показывает, что приток капитала в развивающиеся страны может вызвать нестабильность на рынке, даже если он возникает не в результате кризиса. Это может бросить вызов разработчикам политики в развивающихся странах.

Во-первых, рост экономики может оказаться в зависимости от зарубежных ресурсов.

Во-вторых, внутренние валюты имеют тенденцию падать с изменением потоков капитала.

В-третьих, иногда посредничество банков влияет неблагоприятно, как это наблюдалось во время кризиса.

При таких обстоятельствах страны с хорошо функционирующими и ликвидными внутренними рынками облигаций лучше справляются с потрясениями и рисками, вызванными замороженными кредитными рынками.

8. *Важность обменного курса для малой открытой экономики.* Обменный курс является одной из наиболее важных макроэкономических переменных в малой открытой экономике. Уроки мирового финансового кризиса вновь возвращают к вопросу о реорганизации системы обменных курсов, которые показали свою нестабильность. Отклонения реального валютного курса от уровня фундаментального равновесия стали основным источником усиления дисбаланса мировой экономики. Однако нет простого решения в вопросе регулирования обменного курса. По мнению вице-председателя ФРС США С. Фишера, лучше проводить систему гибкого обменного курса и более свободного движения капитала. Поскольку валюты развивающихся стран не имеют статуса резервных, они должны держать достаточные резервы иностранных валют, чтобы застраховаться от резких изменений в настроениях инвесторов.

Таким образом, последний глобальный экономический кризис бросил вызов обычным взглядам на роль монетарной политики, произошли изменения в методологических подходах монетарных властей к ее разработке и реализации. Кризис вынудил власти применять массу традиционных и нетрадиционных инструментов. Многие центральные банки снизили базовые процентные ставки до уровня, близкого к нулю, а некоторые из них давали явные указания об ожидаемой в дальнейшем динамике базовых ставок монетарной политики. Однако в действительности такая политика привела к расширению спекулятивных операций на финансовых рынках. Некоторые центральные банки придержи-

вались количественной стратегии эмиссии денег, в то время как другие приняли меры, направленные на улучшение условий на частных кредитных рынках. Наконец, с появлением признаков экономического восстановления центральные банки совершенствовали стратегии выхода для смягчения чрезвычайных мер монетарной политики.

Опыт показывает, что обычных подходов в монетарной политике не всегда может быть достаточно для борьбы с кризисом. Отсутствие конкурентной среды, слабая развитость финансового рынка, недостаток инструментов денежно-кредитного регулирования делали монетарную политику не только неэффективной, но и чрезвычайно дорогой[2]. Центральные банки развивающихся стран должны быть достаточно гибкими и инновационными в подходах.

Тем не менее вопрос о том, смогут ли монетарные власти развивающихся стран на основе этих уроков обойтись без серьезных проблем и смягчить последствия следующего кризиса, остается без ответа.

Список литературы

1. *Аганбегян А.Г.* Кризис: беда и шанс для России. М.: АСТ, 2009. 285 с.

2. *Аганбегян А.Г.* Экономика России на распутье... Выбор посткризисного пространства. М.: АСТ, 2010. 384 с.

3. *Алтунян А.Г.* Экономическая политика в России: уроки кризиса и перспективы развития // Национальные интересы: приоритеты и безопасность. 2012. № 46. С. 15–20.

4. *Алтунян А.Г.* Монетарная политика в системе экономической безопасности России. СПб.: «Знакъ», 2009. 324 с.

5. *Бурлачков В.К.* Макроэкономика, монетарная политика, глобальный кризис: анализ современной теории и проблемы построения новой модели экономического развития. М.: Либроком, 2013. 240 с.

6. *Гринспен А.* Эпоха потрясений. Проблемы и перспективы мировой финансовой системы / пер. с англ. 3-е изд. М.: Юнайтед Пресс, 2010. 520 с.

7. *Ершов М.В.* Мировой финансовый кризис. Что дальше? М.: Экономика, 2011. 295 с.

8. *Жигаев А.Ю.* Некоторые актуальные вопросы взаимосвязи финансовой стабильности и денежно-кредитной политики (на примере ФРС США) // Деньги и кредит. 2012. № 2. С. 21–32.

9. *Матовников М.Ю.* К вопросу об инструментах денежно-кредитной политики // Деньги и кредит. 2012. № 1. С. 32–34.

10. *Согомонян Х.Т.* «Невозможная троица» монетарной политики в условиях финансовой глобализации // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2013. № 25. С. 42–46.

11. *Стиглиц Дж.Е.* Крутое пике: Америка и новый экономический порядок после глобального кризиса / пер. с англ. В. Лопатка. М.: Эксмо, 2011. 512 с.

12. *Улюкаев А. В.* Новые вызовы для денежно-кредитной политики // Экономическая политика. 2010. № 2. С. 20–26.

13. *Улюкаев А.В.* Новые вызовы денежно-кредитной политики // Деньги и кредит. 2012. № 11. С. 3–5.

14. *Улюкаев А.В.* Современная денежно-кредитная политика: проблемы и перспективы. 2-е изд. М.: Дело, 2010. 208 с.

15. Challenges in Central Banking: The Current Institutional Environment and Forces Affecting Monetary Policy / ed. by P.L. Siklos, M.T. Bohl, M.E. Wohar. New York, Cambridge University Press, 2010. 424 p.

16. *Claessens S., Ariccia G., Igan D., Luc Laeven L.* Lessons and Policy Implications from the Global Financial Crisis // IMF Working paper. 2010. № 44. URL: http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp1044.pdf.

17. *Coulibaly B.* Monetary Policy in Emerging Market Economies: What Lessons from the Global Financial Crisis? // International Finance Discussion Papers. 2012. № 1042. URL: http://www.bis.org/events/ccaconf2011/coulibaly.pdf.

18. *Farmer R.* The Effect of Conventional and Unconventional Monetary Policy Rules on Inflation Expectations: Theory and Evidence // NBER Working Paper. 2012. № 18007. URL: http://www.nber.org/papers/w18007.pdf.

19. Global Impact and Challenges of Unconventional Monetary Policies // IMF Policy Paper. 2013. Oct. URL: http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/090313.pdf.

20. *Klyuev V., Imus P., Srinivasan K.* Unconventional Choices for Unconventional Times: Credit and Quantitative Easing in Advanced Economies / IMF Staff Position Note. 2009. Nov. URL: http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2009/spn0927.pdf.

21. Lessons of the Global Crisis for Macroeconomic Policy // IMF. 2009. Feb. URL: http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/021909.pdf.

[2] *Алтунян А.Г.* Экономическая политика в России: уроки кризиса и перспективы развития // Национальные интересы: приоритеты и безопасность. 2012. № 46. С. 15–20.

22. *Mishkin F.S.* Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis // NBER Working Paper. 2011. № 16755. URL: http://www.nber.org/papers/w16755.pdf.

23. *Mohanty D.* Lessons for Monetary Policy from the Global Financial Crisis: An Emerging Market Perspective. The Central Banks Conference of the Bank of Israel, Jerusalem, April 1, 2011. URL: http://www.bis.org/review/r110405e.pdf.

24. *Taylor J.B.* Lessons from the Financial Crisis for Monetary Policy in Emerging Markets // Reserve Bank of India Bulletin. 2010. March. URL: http://rbi.org.in/Scripts/BS_ViewBulletin.aspx?Id=11023.

25. *Tsangarides Ch.* Crisis and Recovery: Role of the Exchange Rate Regime in Emerging Market Economies // IMF Working Paper. 2010. № 242. URL: http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10242.pdf.

Finance and credit *Monetary policy*
ISSN 2311-8709 (Online)
ISSN 2071-4688 (Print)

LESSONS OF THE GLOBAL CRISIS FOR THE MONETARY POLICY OF DEVELOPING COUNTRIES

Khachik T. SOGOMONYAN

Abstract

The article describes the overall economic situation in the world before the global crisis of 2007–2009. The author analyzed the actions of monetary authorities of developed countries and revealed the main mistakes that caused the global crisis, which challenged the conventional views on the role of the monetary policy. The article also addresses inefficient actions and counter measures of monetary authorities during the crisis, which resulted in initiating new measures in developed countries, such as quantitative easing and zero bound of the key interest. In practice and in scientific literature, these measures are known as unconventional measures of monetary policy or unconventional monetary policy. Based on the analysis of unconventional measures, the author describes the main differences between the actions of monetary authorities of developed and developing countries. For some developing countries, the author presents the taken unconventional monetary policy measures, which are divided into three major areas: increasing domestic liquidity, foreign exchange easing, and credit and quantitative easing. As a result, the article identifies the following lessons of the global crisis for the monetary policy of developing countries: the principle of one objective and one instrument is not the best basis of monetary policy during a crisis; a clearly defined objective of price stability is essential for a solid anchoring of inflation expectations; price and financial stability are complementary; the independence of central banks is important to ensure price stability; availability of high demand for national bond market development; exchange rate is extremely important for a small open economy. The author concludes that in the globalized world, conventional instruments of monetary policy may not always be sufficient for crisis-fighting; therefore there is a need to take non-conventional measures.

Keywords: monetary policy, financial crisis, interest rate, unconventional monetary policy measures, central bank, exchange rate, price stability, financial stability

References

1. Aganbegyan A.G. *Krizis: beda i shans dlya Rossii* [Crisis: a disaster and the chance for Russia]. Moscow, AST Publ., 2009, 285 p.

2. Aganbegyan A.G. *Ekonomika Rossii na rasput'e... Vybor postkrizisnogo prostranstva* [The economy of Russia is at the crossroads… Choosing a post-crisis space]. Moscow, AST Publ., 2010, 384 p.

3. Altunyan A.G. Ekonomicheskaya politika v Rossii: uroki krizisa i perspektivy razvitiya [The economic policy in Russia: the outcomes of the crisis and development prospects]. *Natsional'nye interesy: prioritety i bezopasnost' = National interests: priorities and security*, 2012, no. 46, pp. 15–20.

4. Altunyan A.G. *Monetarnaya politika v sisteme ekonomicheskoi bezopasnosti Rossii* [Monetary policy in the economic security system of Russia]. St. Petersburg, Znak" Publ., 2009, 324 p.

5. Burlachkov V.K. *Makroekonomika, monetarnaya politika, global'nyi krizis: analiz sovremennoi teorii i*

problemy postroeniya novoi modeli ekonomicheskogo razvitiya [Macroeconomics, monetary policy, global crisis: An analysis of the modern theory and problems of building a new model of economic development]. Moscow, Librokom Publ., 2013, 240 p.

6. Greenspan A. *Epokha potryasenii. Problemy i perspektivy mirovoi finansovoi sistemy* [The Age of Turbulence: Adventures in a New World]. Moscow, Yunaited Press Publ., 2010, 520 p.

7. Ershov M.V. *Mirovoi finansovyi krizis. Chto dal'she?* [The global financial crisis. What's next?]. Moscow, Ekonomika Publ., 2011, 295 p.

8. Zhigaev A.Yu. Nekotorye aktual'nye voprosy vzaimosvyazi finansovoi stabil'nosti i denezhno-kreditnoi politiki (na primere FRS SShA) [Some topical issues of interdependence of financial stability and monetary policy (the case of the US Federal Reserve System)]. *Den'gi i kredit = Money and credit*, 2012, no. 2, pp. 21–32.

9. Matovnikov M.Yu. K voprosu ob instrumentakh denezhno-kreditnoi politiki [On monetary policy instruments]. *Den'gi i kredit = Money and credit*, 2012, no. 1, pp. 32–34.

10. Sogomonyan Kh.T. "Nevozmozhnaya troitsa" monetarnoi politiki v usloviyakh finansovoi globalizatsii ["Impossible trio" of monetary policy in conditions of financial globalization]. *Finansovaya analitika: problemy i resheniya = Financial analytics: science and experience*, 2013, no. 25, pp. 42–46.

11. Stiglitz J.E. *Krutoe pike: Amerika i novyi ekonomicheskii poryadok posle global'nogo krizisa* [Freefall: America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy]. Moscow, Eksmo Publ., 2011, 512 p.

12. Ulyukaev A.V. Novye vyzovy dlya denezhno-kreditnoi politiki [New challenges for monetary policy]. *Ekonomicheskaya politika = Economic policy*, 2010, no. 2, pp. 20–26.

13. Ulyukaev A.V. Novye vyzovy denezhno-kreditnoi politiki [Monetary policy: new challenges]. *Den'gi i kredit = Money and credit*, 2012, no. 11, pp. 3–5.

14. Ulyukaev A.V. *Sovremennaya denezhno-kreditnaya politika: problemy i perspektivy* [Modern monetary policy: problems and prospects]. Moscow, Delo Publ., 2010, 208 p.

15. Challenges in Central Banking: The Current Institutional Environment and Forces Affecting Monetary Policy. New York, Cambridge University Press, 2010, 424 p.

16. Claessens S., Dell'Ariccia G., Igan D., Laeven L. Lessons and Policy Implications from the Global Financial Crisis. *IMF Working Paper*, 2010, no. 44. Available at: http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp1044.pdf.

17. Coulibaly B. Monetary Policy in Emerging Market Economies: What Lessons from the Global Financial Crisis? *International Finance Discussion Papers*, 2012, no. 1042. Available at: http://www.bis.org/events/ccaconf2011/coulibaly.pdf.

18. Farmer R. The Effect of Conventional and Unconventional Monetary Policy Rules on Inflation Expectations: Theory and Evidence. *NBER Working Paper*, 2012, no. 18007. Available at: http://www.nber.org/papers/w18007.pdf.

19. Global Impact and Challenges of Unconventional Monetary Policies. *IMF Policy Paper*, 2013, Oct. Available at: http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/090313.pdf.

20. Klyuev V., Imus P., Srinivasan K. Unconventional Choices for Unconventional Times: Credit and Quantitative Easing in Advanced Economies. *IMF Staff Position Note*, 2009, Nov. Available at: http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2009/spn0927.pdf.

21. Lessons of the Global Crisis for Macroeconomic Policy. *IMF*, 2009, Feb. Available at: http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/021909.pdf.

22. Mishkin F.S. Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis. *NBER Working Paper,* 2011, no. 16755. Available at: http://www.nber.org/papers/w16755.pdf.

23. Mohanty D. Lessons for Monetary Policy from the Global Financial Crisis: An Emerging Market Perspective. The Central Banks Conference of the Bank of Israel, Jerusalem, April 1, 2011. Available at: http://www.bis.org/review/r110405e.pdf.

24. Taylor J.B. Lessons from the Financial Crisis for Monetary Policy in Emerging Markets. *Reserve Bank of India Bulletin*, 2010, March. Available at: http://rbi.org.in/Scripts/BS_ViewBulletin.aspx?Id=11023.

25. Tsangarides Ch. Crisis and Recovery: Role of the Exchange Rate Regime in Emerging Market Economies. *IMF Working Paper*, 2010, no. 242. Available at: http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10242.pdf.

Khachik T. SOGOMONYAN
Saint Petersburg State University,
St. Petersburg, Russian Federation
s_khach@mail.ru