

АНАЛИЗ НЕОДНОРОДНОСТИ МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ СМЯГЧЕНИЯ

КАВИЦКАЯ ИРИНА ЛЕОНИДОВНА,

*кандидат экономических наук, доцент кафедры макроэкономического анализа,
НИУ ВШЭ, г. Москва,
e-mail: ikavitskaya@hse.ru*

Статья представляет собой попытку систематизации современной практики применения нетрадиционной монетарной политики, особое внимание в работе уделяется мерам смягчения, ставшим основным инструментом преодоления кризиса для ведущих мировых ЦБ. На основе анализа практики проведения нетрадиционной монетарной политики ФРС делается вывод о неоднородности этой политики, классифицируются виды политики смягчения, изменяющих баланс ЦБ, выделяются их отличительные черты, направления действия, используемые инструменты.

Ключевые слова: нетрадиционная монетарная политика; кредитное смягчение; количественное смягчение; изменение баланса ЦБ.

ANALYSIS OF THE HETEROGENEITY UNCONVENTIONAL MONETARY POLICY EASING

KAVITSKAYA IRINA, L.,

*Candidate of Economic Sciences (PhD),
Associate Professor of the Department «Macroeconomic Analysis»,
Higher School of Economics, Moscow,
e-mail: ikavitskaya@hse.ru*

The paper is an attempt to systematize the modern practice of the unconventional monetary policy. Special attention is paid to the unconventional easing measures that have become the main tool CB to overcome the crisis. Based on analysis of the experience unconventional monetary policy of the Fed conclusions are made about the heterogeneity of this measures, which are sometimes called the term "quantitative easing", classified types of easing policies, allocated their distinctive features, the direction of action, used tools.

Keywords: unconventional monetary policy; quantitative easing; credit easing; central bank balance sheet.

JEL: E58, E61, G01, G11.

Разразившийся в 2007 году финансовый кризис оказал существенное воздействие на возможность Центрального Банка контролировать краткосрочные процентные ставки на межбанковском рынке, первоначально осложнив это воздействие путем ослабления передаточного механизма монетарной политики, а затем, в ситуации ликвидной ловушки, сделав такое воздействие просто невозможным. В сложившейся ситуации многие Центральные Банки обратились к нетрадиционным мерам монетарной политики. Вынужденный характер перехода к данным мерам дополнился хаотичными решениями Центральных Банков об использовании нетрадиционных мер воздействия. Это, с одной стороны, было обусловлено недостаточными знаниями о действии нетрадиционной монетарной политики, которая раньше не считалась общеприменимой политикой и была

недостаточно теоретически изучена, а, с другой стороны, спонтанными действиями Центральных Банков, особенно на первых стадиях кризиса, которые напоминали пожарников, бросающихся тушить стихийно возникающие очаги огня. В результате, за несколько лет практики использования нетрадиционной монетарной политики был получен огромный материал для ее всестороннего изучения. Данная работа представляет собой попытку систематизации современной практики применения нетрадиционной монетарной политики, особое внимание в работе уделяется мерам смягчения, ставшим основным инструментом преодоления кризиса для ведущих мировых ЦБ. На основе анализа практики проведения нетрадиционной монетарной политики ФРС делается вывод о неоднородности мер, называемых иногда единым термином «количественное смягчение», классифицируются виды политики смягчения, изменяющих баланс ЦБ, выделяются их отличительные черты, направления действия, используемые инструменты.

Нетрадиционная политики смягчения и баланс Центрального Банка

К мерам нетрадиционной монетарной политики в современной экономической литературе относят как меры, ранее не применявшиеся ЦБ для воздействия на экономику (например, покупка ЦБ частных активов), так и меры, ранее применяемые ЦБ, но используемые нетрадиционно (кредитор последней инстанции).

Согласно классификации, предложенной в работе Борио и Дисьюатат (*Borio and Disyatat, 2009*), можно выделить две основные группы мер нетрадиционной политики: меры смягчения и сигнальные меры. Разделение мер на эти группы определяется их принципом воздействия на экономику. Меры первой группы напрямую воздействуют на экономику, а сигнальные меры воздействуют на экономику косвенно, через представления и ожидания экономических агентов. Но более принципиально, особенно для теории нетрадиционной монетарной политики, различие этих двух групп мер, определяемое их инновационностью. Сигнальные меры используются при проведении как традиционной, так и нетрадиционной монетарной политики, то есть действие их является достаточно изученным. Меры смягчения являются инструментом только нетрадиционной монетарной политики, поэтому они являются достаточно новым для теории предметом, требующим всестороннего исследования.

К мерам смягчения нетрадиционной монетарной политики относят меры, нетрадиционно (не так как операции на открытом рынке) влияющие на баланс Центрального Банка. Теоретические исследования (*Bernanke, 2009; Goodfriend, 2009; Shiratsuka, 2009*) предлагают подразделять нетрадиционные меры смягчения на *меры количественного смягчения* (quantitative easing) и *меры кредитного смягчения* (credite easing).

Количественное смягчение было впервые применено Банком Японии в 2001-2006 гг. Идея политики, предложенной Банком Японии, состояла в том, что контролируемое ЦБ расширение монетарной базы должно стимулировать увеличение потребления, создавая устойчивый спрос на товары и услуги, увеличивая рабочие места, способствуя оздоровлению экономики в целом. Воплощая эту идею, с 2001 года Банк Японии начинает наращивать покупки долгосрочных государственных облигаций и объявляет о намерении проводить операции количественного смягчения до тех пор, пока уровень инфляции по ИПЦ не прекратит уменьшаться.

В марте 2001 года ЦБ Японии устанавливает цель по расширению объема банковских резервов: до ¥5 триллионов, к январю 2004 года, он ее увеличивает уже до ¥30-35 триллионов (что составляет 6-7% от ВВП) – этот диапазон сохранялся в течение нескольких лет (*Bowman, Cai, Davies and Kamin, 2011*). Формально, этап количественного смягчения был завершен к марту 2006 года, и Банк Японии вновь обратился к процентной ставке овернайт, как к целевому ориентиру. Однако фактически Банк Японии не повышал процентную ставку до июня 2006 года.

Политику, проводимую Банком Японии в 2001-2006 годах, Бернанке (*Bernanke, 2009*) определил как *политику банковских резервов*, поскольку она была направлена на увеличение банковских резервов на счетах Центрального Банка (см. рис. 1). Инструментами такой политики являются разнообразные методы смягчения национальных резервных требований, включая снижение норм обязательного резервирования, введение новых правил усреднения резервов, расширение перечня разрешенных исключений при расчете резервных требований и т. д. Целью такой политики являлось увеличение предложения денег в экономике. Полученные в результате данной политики дополнительные деньги идут на покупку государственных облигаций у финансовых институтов, а не на финансирование дефицита госбюджета или госдолга, как часто случается при проведении традиционной политики операций на открытом рынке.

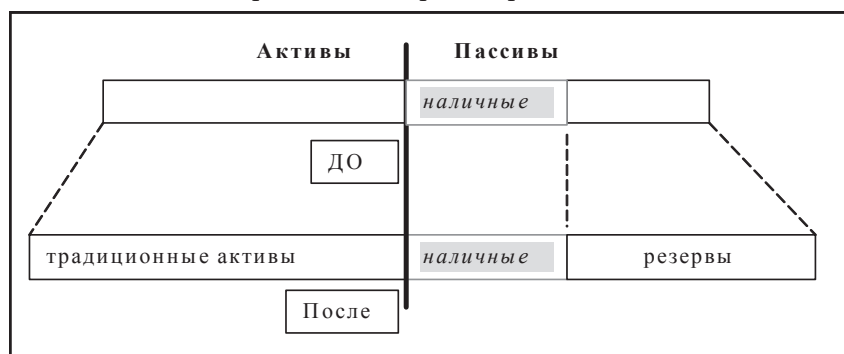


Рис. 1. Изменение баланса ЦБ в результате «политики банковских резервов»
 Источник: (Lenza, Pill and Reichlin, 2010).

В отличие от политики Банка Японии для преодоления современного кризиса, наряду с политикой банковских резервов, ЦБ стали использовать и новые инструменты, определяемые Бернанком (*Bernanke, 2009*) как «инструменты, созданные и используемые для поддержки кредитных рынков и восстановления их функционирования». Эти меры отличались не только направленностью действия от мер политики резервов, но и влиянием на баланс ЦБ. Центральные Банки при проведении этой политики меняют структуру портфеля своих финансовых активов (см. рис. 2), а не увеличивают резервы банков, как при политике, примененной Банком Японии.



Рис. 2. Изменение баланса ЦБ при политике кредитного смягчения
 Источник: (Lenza, Pill and Reichlin, 2010).

Для разделения старых мер смягчения, используемых Банком Японии в 2001-2006 гг., и новых мер, направленных на кредитование различных финансовых институтов и предоставление ликвидности ключевым кредитным рынкам, Бернанк предложил называть эти меры *кредитным смягчением* (*Bernanke, 2009*). Формируя определенный портфель кредитов и ценных бумаг, ЦБ, влияя на спрос и предложение на финансовом рынке, воздействует на рыночные процентные ставки,

на оценку банками рискованности заемщиков, тем самым меняя условия предоставления кредита домашним хозяйствам и предприятиям, что ведет к стимулированию спроса и росту экономики.

Нетрадиционные меры смягчения и баланс ФРС

Нетрадиционные меры монетарного стимулирования, к которым обращалась ФРС в кризисный период, традиционно подразделяют на два этапа: до и после банкротства Леман Бразерс (Lehman Brothers) – одного из крупнейших инвестиционных банков США.

На первом этапе кризиса (август 2007-сентябрь 2008) ФРС открывает доступ к срочному кредитованию банкам и первичным дилерам посредством широкого спектра программ, которые, по сути, являлись логичным продолжением друг друга.

Первой из этих программ стала *срочная программа Дисконтного окна (Term Discount Window Program)*, которая позволила финансовым организациям занимать деньги напрямую у ФРС, в том случае, если они не могут найти кредитора на открытом рынке. Кредитование производилось по ставке дисконтирования, величина которой определялась, помимо прочего, финансовым состоянием и рейтингом заемщика. Данная ставка была выше ставки ФРС по федеральным фондам. Базовой считалась «Primary discount rate» – ставка для самых надежных заемщиков. До августа 2007 г. ФРС поддерживала ее на 1 % выше, чем ставку по федеральным фондам. Эффективность «Дисконтного окна» была существенно ограничена по причине возникновения так называемого «stigma issues» – эффекта клейма. Сложность состояла в том, что кредитование по этой программе расценивалось участниками рынка как неоспоримое подтверждение наличия у банка серьезных проблем. В последующем, ФРС резко снижает спрэд между дисконтной ставкой и ставкой по федеральным фондам до 0,25% (снижение спрэда произошло в марте 2008 года). Также ФРС существенно расширила список ценных бумаг, которые банки могли вносить в качестве обеспечения по кредитам.

Следующей программой стали *Срочные кредитные аукционы – Term Auction Facility (ТАФ)* (проводились с декабря 2007 г). Согласно данной программе, ФРС обязалась проводить регулярные (раз в две недели) аукционы по предоставлению кредитов банкам и другим депозитарным институтам на относительно длительные сроки – 28 дней. В рамках ТАФ ФРС предлагала фиксированный объем ликвидности, на который в ходе аукционного процесса претендуют заемщики. При этом лимитированный объем ликвидности предоставляется тем участникам, которые предложили самые высокие проценты по кредиту. Средняя ставка ТАФ была ниже дисконтной ставки. Фактически программа ТАФ представляет собой улучшенную версию программы Дисконтного окна (займы на аукционах предоставляются под тот же список залоговых бумаг, что и в программе Дисконтного окна) и благодаря своей анонимности решала «проблему клейма». Спрос на ликвидность, предоставленную ФРС в ходе премьерного аукциона, был достаточно высок: на \$20 млрд предложенных ФРС поступило втрое больше заявок (около \$61,5 млрд). На последующих аукционах спрос также сохранялся на достаточно высоком уровне.

Затем, 11 марта 2008 года, была запущена *Срочная программа облигационного кредитования (Term Securities Lending Facility)*. В отличие от ТАФ, TSLF представляет собой регулярное (раз в неделю) кредитование казначейскими обязательствами США – US Treasuries. При этом существенно расширен список бумаг, принимаемых ФРС в качестве обеспечения – в него, наряду с привычными для таких операций ценными бумагами ипотечных агентств Fannie Mae и Freddie Mac, были включены и CMBS (commercial mortgage-backed securities – коммерческие ипотечные облигации), рейтингом не ниже AAA. Фактически ФРС согласилась принять в качестве залога не самые высоколиквидные облигации, обращающиеся на рынке со значительным дисконтом. Данные ценные бумаги принимаются ФРС в качестве залога под считающиеся сверхнадежными US Treasuries. Однако на первом аукционе TSLF (27 марта 2008 г) спрос на предоставленные ФРС 75

миллиардов долларов превысил предложение лишь на 15%, в то время как на аукционах TAF спрос обычно превышал предложение на 100%. Такие итоги аукциона можно расценивать как сдержанный успех ФРС – хотя резкие перебои с ликвидностью периодически возникают, ФРС посредством описанных мер удается сглаживать ситуацию на некоторое время.

А 16 марта 2008 года начала действовать *Программа кредитования первичных дилеров – Primary Dealer Credit Facility*. Ее запуск начался с покупки банком JP Morgan Chase ставшего банкротом Bear Stearns, а также уменьшения ставки Дисконтного окна. Целесообразность введения этой программы объяснялась тем, что не каждый первичный дилер является банком и, значит, эти самые «небанковские» первичные дилеры не имели ранее доступа к займам ФРС под залог различных низколиквидных бумаг по программе Краткосрочных кредитных аукционов. В рамках Primary Dealer Credit Facility ФРС расширила возможность доступа к модифицированному Discount Window, допустив туда новых участников, а также дополнила список бумаг, служащих обеспечением. Следовательно, Primary Dealer Credit Facility можно считать своего рода созданным для первичных дилеров аналогом TAF для банков.

После краха Леман Бразерс политика ФРС существенно изменилась. Первоначально после банкротства Леман Бразерс ФРС направляет свои усилия на восстановление конкретных сегментов денежного рынка. ФРС для этой цели проводит программы: *Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility* (Программа финансирования выкупа коммерческих ценных бумаг у взаимных фондов денежного рынка), *Commercial Paper Funding Facility – CPFF* (Механизм финансирования коммерческих ценных бумаг).

Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (Программа финансирования выкупа коммерческих ценных бумаг у взаимных фондов денежного рынка). Программа должна была оказать помощь фондам денежного рынка, столкнувшимся с нехваткой денежных средств, так как многие инвесторы начали отзываться свой инвестиционный капитал из этих фондов, после краха Леман Бразерс. Данная программа предусматривала предоставление кредитов банкам для покупки у ФДР коммерческих бумаг, обеспеченных активами.

Commercial Paper Funding Facility – CPFF (Механизм финансирования коммерческих ценных бумаг), в рамках этой программы ФРС финансировала покупку высококлассных, не обеспеченных и обеспеченных активами коммерческих бумаг первичными дилерами (октябрь 2008 г. – январь 2010 г.); У эмитентов выкупались как обеспеченные, так и необеспеченные коммерческие бумаги, чтобы поддержать ликвидность коммерческих структур.

Эти программы поддержали краткосрочные денежные рынки и увеличили доступность кредитных средств через различные механизмы, но не смогли решить проблему обесценения ипотечных облигаций: mortgage-backed securities (MBS).

Для остановки обесценения MBSФРС начинает выкуп прямых обязательств федеральных ипотечных агентств "Fannie Mae" и "Freddie Mac", а также обеспеченных ипотечными кредитами ценных бумаг (MBS), выпущенных под гарантии "Fannie Mae", "Freddie Mac" и "Ginnee Mae" (Purchase of Agency Debt and Agency MBS). В ноябре 2008 г. ФРС анонсирует выкуп долгов федеральных ипотечных агентств на сумму 107 млрд и ипотечных облигаций на сумму 575 млрд долларов.

Затем ФРС переходит к «программам количественного смягчения». В марте 2009 года, объявляет о покупке долгосрочных гос. Облигаций на сумму свыше 300 миллиардов долларов, плюс покупку MBS на 750 млрд и агентских долгов в объеме 100 млрд \$ (в дополнение к уже выкупленным MBS и долгам федеральных ипотечных агентств). В рамках QE1 всего было выкуплено ценных бумаг на сумму свыше 1,75 триллионов долларов из них около 1,25 млрд составили ценные бумаги обеспеченные ипотекой. В августе 2010 г. ФРС решила сохранить этот объем ликвидности на прежнем уровне через реинвестирование основных платежей по

агентским долговым бумагам и ипотечным ценным бумагам в гос. облигации США. Столкнувшись с очень медленным восстановлением выпуска и занятости, в ноябре 2010 г. ФРС анонсирует дальнейшее расширение Баланса посредством покупки дополнительной порции долгосрочных US Treasuries на сумму около 600 миллиардов долларов по 75 млрд в месяц, (QE2).

После окончания второй серии операций количественного смягчения ФРС объявляет о запуске так называемой *Maturity Extension Program* (MEP) – программы увеличения срока ценных бумаг в портфеле ФРС. Эта программа представляла собой покупку долгосрочных US Treasuries и продажу на аналогичную сумму краткосрочных гос. облигаций. Объем покупок в целом составил свыше 650 млрд долларов к концу 2012 года. В сентябре 2012 г. ФРС США принимает решение о запуске третьей программы LSAP (или QE3) по выкупу активов, обеспеченных ипотечными ценными бумагами (MBS) в объеме \$40 млрд. в месяц, и о возможности сохранения исключительно низких ставок по федеральным фондам до того момента, пока не будут отмечены существенные улучшения на рынке труда.

В декабре 2012 г. ФРС продлевает LSAP3 посредством дополнительного выкупа US Treasuries в объеме \$45 млрд. в месяц с января 2013 г. Кроме этого, регулятор объявляет о продолжении политики ультранизких процентных ставок до тех пор, пока уровень безработицы будет оставаться выше 6,5%.

Виды нетрадиционной политики смягчения ФРС

Практика нетрадиционной монетарной политики ФРС, в частности, применение нетрадиционных мер смягчения, носили достаточно разнообразный характер, как по направленности и целям воздействия, так и по используемому инструментарию.

Для систематизации нетрадиционной политики ФРС воспользуемся основным свойством нетрадиционных мер смягчения монетарной политики: влиянием на баланс ФРС. Как было рассмотрено выше, нетрадиционные меры смягчения могут влиять либо на пассивы ФРС, изменяя резервы банком, тогда это политика резервов, либо на структуру активов ФРС, тогда это политики кредитного смягчения.

Как показывает анализ динамики баланса ФРС (см. рис. 3), на первом этапе кризиса (до краха Леман Бразерс) происходило изменение структуры активов ФРС, не связанное с изменением резервов.

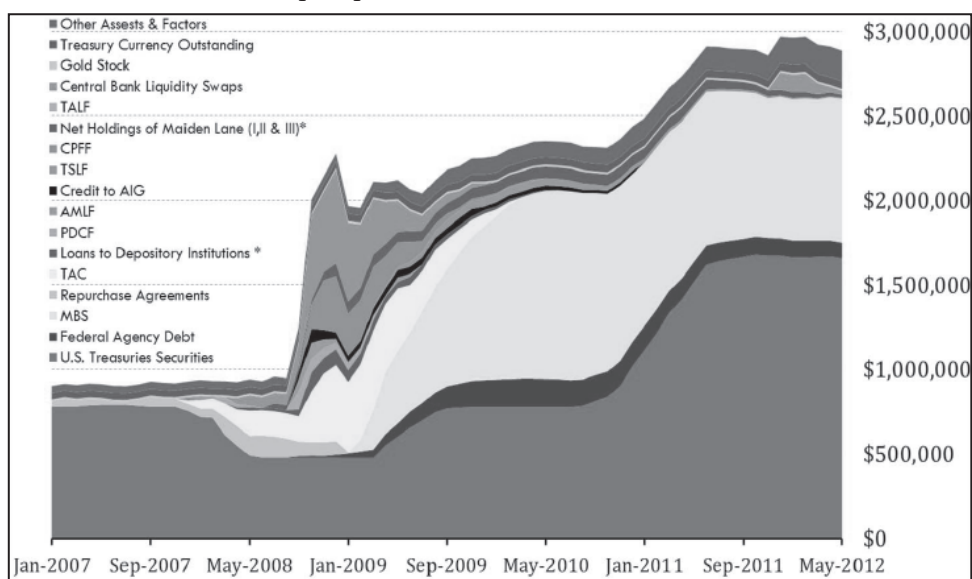


Рис. 3. Изменение баланса ФРС

Источник: (<http://ies.fsv.cuni.cz/cs/syllab/JEB124>).

То есть ФРС на этом этапе проводила политику кредитного смягчения. К инструментам этой политики можно отнести следующие программы, проводимые ФРС: программу дисконтного окна (Discount Window Facility), срочные кредитные аукционы (Term Auction Facility), программу облигационного кредитования первичных дилеров (Primary Dealer Credit Facility) и некоторые другие, в рамках которых банки и первичные дилеры могли занимать у ФРС ликвидность и высоконадежные US Treasuries под широкий перечень ценных бумаг, принимаемых в качестве обеспечения. Сравнительный анализ этих программ представлен в табл. 1.

Таблица 1

Комплекс мер ФРС США до банкротства Lehman Brothers

	Term Discount Window Program (TDWP)	Term Auction Facility (TAF)	Term Securities Lending Facility (TSLF)	Primary Dealers Credit Facility (PDCF)
Дата начала	Авг. 17, 2007	Дек. 17, 2007	Март 27, 2008	Март 17, 2008
Дата окончания	Март 18, 2010	Март 8, 2010	Фев. 1, 2010	Фев. 1, 2010
Участники	Депозитарные институты	Депозитарные институты	Первичные дилеры	Первичные дилеры
Предмет займа	Ден. средства	Ден. средства	US Treasuries	Ден. средства
Обеспечение	Широкий перечень Discount Window Collateral	Широкий перечень Discount Window Collateral	US Treasuries, долговые обязательства федеральных агентств, ипотечные ценные бумаги	Широкий перечень обеспечения по трехсторонним репо
Срок кредита	до 90 дней	28 или 84 дней	28 дней	Овернайт
Цель	Предоставление ликвидности депозитарным институтам	Предоставление ликвидности депозитарным институтам	Предоставление US Treasuries первичным дилерам	Предоставление ликвидности первичным дилерам

Источник: (Cecioni, Ferrero and Secchi, 2011).

Все эти программы были направлены на увеличение кредитования банков и первичных дилеров, фактически являясь продолжением друг друга.

После краха Леман Бразерс изменилась не только направленность политики ФРС (действия были направлены не конкретные сегменты финансового рынка), но изменился и характер влияния политики на баланс ФРС (см. рис. 3). После краха Леман Бразерс и до ноября 2010 года изменение баланса ФРС были связаны и с изменением пассивов (начали расти резервы банков), и с изменением активов (изменилась структура активов ФРС).



Рис. 4. Изменение баланса ЦБ при комбинированном смягчении

То есть на этом этапе ФРС использовали комбинацию политик: политику банковских резервов, при которой происходит расширение баланса ЦБ за счет увеличения резервов, и политику кредитного смягчения, при котором происходит изменение его структуры активов баланса (см. рис.4). Инструментами данной политики являлись программа финансирования выкупа коммерческих ценных бумаг у взаимных фондов денежного рынка (*Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility*), программа финансирования коммерческих ценных бумаг (*Commercial Paper Funding Facility*), программы количественного смягчения QE1. Сравнительный анализ мер этого периода приведен в табл. 2.

Таблица 2

Комплекс мер ФРС США (сентябрь 2008 – ноябрь 2010)

	ABCP Money Market Fund Liquidity Facility (AMLF)	Commercial Paper Funding Facility (CPFF)	Purchase of Agency Debt and Agency MBS (QE1)	Purchases of long-term Treasuries (QE1)
Дата анонса	Сент. 19, 2008	Окт. 7, 2008	Ноябрь 25, 2008	Март. 25, 2009
Дата запуска	Сент. 22, 2008	Окт. 27, 2008	Янв. 5, 2009	Март 18, 2009
Дата окончания	Фев. 1, 2010	Фев. 1, 2010	Март 31, 2010	Март, 2010
Участники	Депозитарные институты, банковские холдинговые структуры	Эмитенты CP	-	-
Предмет займа	Денежные средства	Денежные средства	-	-
Обеспечение	Первоклассные ABCP	Трехмесячные CP	-	-
Срок кредита	Срок погашения ABCP	3 месяца	-	-
Средневзвешенный эффект на Баланс ФРС	\$21 млрд	\$147 млрд	\$107 + 100 млрд (Agency debt), \$575 + 750 млрд (Agency MBS)	\$300 млрд
Цель	Поддержка фондов денежного рынка	Поддержка ликвидности коммерческих структур	Увеличение доступности ипотечных кредитов, поддержка рынка MBS	Сокращение срочных премий

Источник: (Cecioni, Ferrero and Secchi, 2011).

Начиная с ноября 2010 года, характер воздействия политики на баланс ФРС опять меняется. Начинается расширение баланса ФРС, связанное с расширением резервов банков (см. рис. 3), которое происходит при политика резервов. К инструментам этого этапа относятся программы QE2, QE3 и программы увеличения срока ценных бумаг в портфеле ФРС (*Maturity Extension Program*). Сравнение этих программ представлено в табл. 3.

Таблица 3

Комплекс мер ФРС США (ноябрь 2010 г. – ...)

	Период	Дата анонса	Содержание программы	↑баланса
LSAP2 (QE2)	2010- 2011 гг.	10 августа 2010	ФРС решает реинвестировать платежи по Agency debt и MBS в долгосрочные US Treasuries	\$600 млрд
		3 ноября 2010	ФРС анонсирует покупку долгосрочных US Treasuries в объеме \$600 млрд до конца второго квартала 2011 г. по \$75 млрд. в месяц	
MEP	2011- 2012	21 сентября 2011	ФРС принимает решение о покупке долгосрочных US Treasuries (сроком от 6 до 30 лет) на сумму \$400 млрд до июня 2012г. и продавать на аналогичную сумму краткосрочные US Treasuries.	\$650 млрд
		20 июня 2012	ФРС продляет MEP до конца 2012 года на сумму \$267 млрд.	
LSAP3 (QE 3)	2012-...	13 сентября 2012	ФРС решает покупать MBS дополнительно в объеме \$40 млрд.	
		12 декабря 2012	ФРС анонсирует продолжение покупки MBS в объеме \$40 млрд. в месяц. Также ФРС будет покупать долгосрочные US Treasuries в объеме 45 млрд. с января 2013 года.	

Источник: (<http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy>).

Из проведенного анализа видно, что можно выделить три вида политики смягчения, проводимой ФРС с сентября 2007 года: политику кредитного смягчения, политику комбинированного смягчения, политику количественного смягчения. Каждый вид политики характеризуется своим влиянием на баланс ЦБ, своим механизмом и своими инструментами воздействия на экономику. Все это позволяет сделать вывод о том, что рассмотрение всей политики ФРС как политики количественного смягчения не является правильным. Для релевантности понимания нетрадиционной политики, а, следовательно, корректному ее исследованию необходимо определение ее вида и временных рамок действия каждого вида политики.

Заключение

Проведенный выше анализ позволяет сделать вывод о том, что нетрадиционная политика, проводимая ФРС, после начала современного кризиса не являлась однородной. Воздействие политики на баланс ФРС можно разделить на три этапа. Каждый этап характеризуется своим типом политики, определяемым характером воздействия на баланс ФРС. На первом этапе (август 2007 г. – сентябрь 2008) ФРС проводила политику кредитного смягчения, в результате которой менялась структура активов баланса ФРС. На втором этапе (сентябрь 2008 г. – ноябрь 2010 г.) ФРС проводила комбинированную политику, происходило расширение баланса ФРС за счет увеличения резервов банков и изменение структуры активов. На третьем этапе (ноябрь 2010 г. –) ФРС проводила и проводит политику резервов, при которой изменение баланса ФРС связано с увеличением резервов банков. Поскольку изменение баланса, свойственное мерам количественного смягчения, происходит не на всех этапах, а только на последнем, рассматривать всю нетрадиционную политику ФРС как «количественное смягчение» не совсем правильно.

Разделение политики ФРС на этом этапе особенно важно для проведения корректного эмпирического анализа. Дело в том, что поскольку трансмиссионный

механизм политики резервов и кредитного смягчения различен, то оценка их воздействия на экономику требует отслеживания для каждого вида политики своих параметров. Так, поскольку политика резервов работает через расширение кредитования, то анализ ее воздействия прежде всего требует оценки работы кредитного канала (канала ликвидности), а затем, среди прочих, портфельного канала. Напротив, для политики кредитного смягчения, которая работает через изменение доходности активов, в первую очередь надо проводить оценку работы портфельного канала, а кредитного – как второстепенного. Кроме того, предложенная систематизация позволит при сравнении действия одинаковой политики в различных странах правильно выбрать горизонт исследования, исключив из анализа периоды, не соответствующие типу анализируемой политики.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ / REFERENCES

- Bernanke B.* (2009). The Crisis and the Policy Response / Speech at the Stamp Lecture, London School of Economics, London, 13 January.
- Borio C. and Disyatat P.* (2009). Unconventional monetary policies: an appraisal // *BIS Working Papers*, no. 292.
- Bowman D., Cai F., Davies S. and Kamin S.* (2011). Quantitative Easing and Bank Lending: Evidence from Japan // Board of Governors of the Federal Reserve System // *International Finance Discussion Papers*, Number 1018, June 2011.
- Cecioni M., Ferrero M. and Secchi A.* (2011). Unconventional monetary policy in theory and in practice // *Questioni di Economia e Finanza*, Number 102, September 2011.
- Goodfriend M.* (2009). Central banking in the credit turmoil: An assessment of Federal Reserve practice // *Conference of Bank Japan*, May.
- Lenza M., Pill H. and Reichlin L.* (2010). Orthodox and heterodox monetary policies Economic Policy // *Economic Policy*, April.
- Libich J.* (2012). Global Financial Crisis // *JEB124*, Lecture 3. (<http://ies.fsv.cuni.cz/cs/syllab/JEB124>).
- Shiratsuka S.* (2009). Size and composition of the central bank balance sheet: Revisiting Japan's experience of the quantitative easing policy // *Bank of Japan, Institute for Monetary and Economic Studies, Discussion Paper*, 2009-E-25.