

МАКРОЕКОНОМІЧНІ ТА РЕГІОНАЛЬНІ ПРОБЛЕМИ РОЗВИТКУ ПРОМИСЛОВОСТІ

УДК 330.831.84:336.7(73+477)

Алексей Валериевич Матюшин,

канд. экон. наук

Институт экономики промышленности

НАН Украины, Киев;

Елена Николаевна Вишневская,

канд. экон. наук

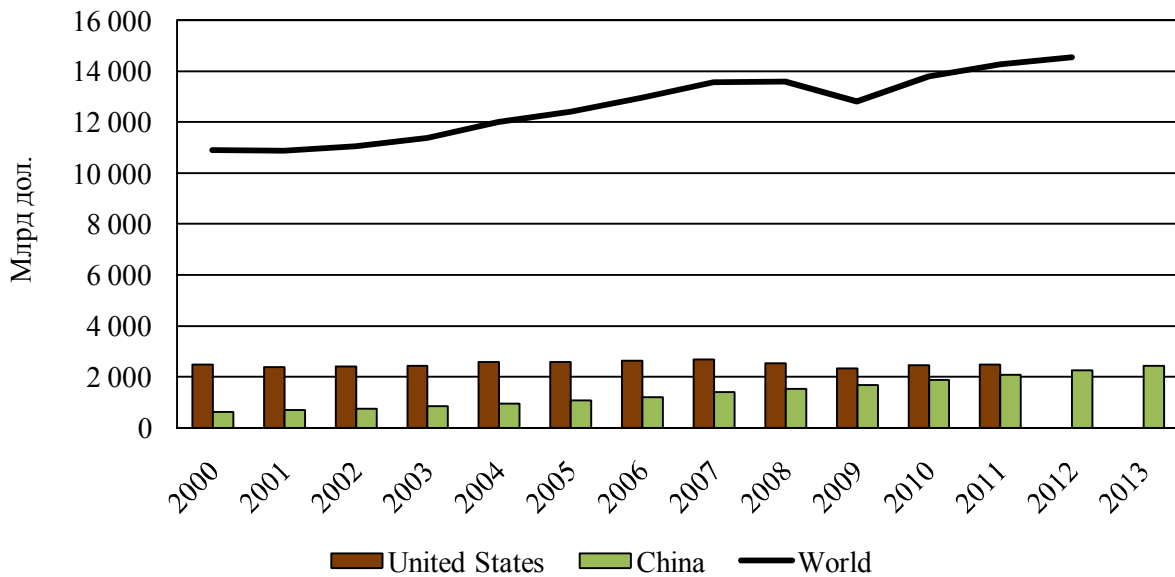
Донецкий национальный

технический университет

МОНЕТАРНОЕ СТИМУЛИРОВАНИЕ РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИКИ США И ЕГО УРОКИ ДЛЯ УКРАИНЫ

США, несмотря на стремительное возвышение мирового Юга [36], были и остаются главным "драйвером" глобальной экономики и одним из ведущих индустриальных центров мира – по объемам добавленной

промышленностью стоимости (industry value added) США, вместе с Китаем, опережают все другие страны и обеспечивают в совокупности $\approx 1/3$ мирового промышленного производства (рис. 1).



Составлено по работе [83].

Рис. 1. Добавленная стоимость в промышленности отдельных стран (Industry, value added, constant 2005 US\$)

Поэтому такие современные проблемы экономики США, как огромный дефицит бюджета (более 500 млрд дол. в 2014 г. [58]), относительно вялый экономический рост [20], нестабильность курса доллара [41] имеют общемировые последствия. Нынешняя глобаль-

ная финансовая нестабильность, которая во многом берёт начало в монетарной политике США, выступает также причиной значимых событий в экономиках многих других стран мира, в том числе Украины, большинство золотовалютных резервов которой номиниро-

© А.В. Матюшин, Е.Н. Вишневская, 2014

ваны в долларах США. В связи с этим исследование современных особенностей монетарного механизма, который используется в США с целью решения возникающих там проблем, а также того, каким образом их денежно-кредитная политика может отразиться на украинской экономике и промышленности, становятся особенно актуальными.

Денежно-кредитная политика на основе монетарного трансмиссионного механизма реализуется путём использования различных инструментов, которые влияют на финансовый сектор экономики, в частности на процентные ставки на межбанковском, депозитном и кредитном рынках, на стоимость ценных бумаг и курсы национальной валюты. Все это сказывается на перемещении капитала в сегментах финансового рынка. Далее изменения в финансовом секторе передаются на реальный сектор (сбережения, потребление, инвестиции, чистый экспорт), что в конечном счёте сказывается на уровне занятости, производства и цен [66].

Современные исследования проблем монетарного механизма экономического развития, основанные на теперь уже классических работах М. Friedman, J. Tobin, F. Modigliani, К. Brunner, А. Meltzer и их последователей [3], находят своё продолжение в трудах зарубежных и отечественных исследователей с учётом новых экономических, институциональных и геополитических обстоятельств развития, обусловленных, в том числе, мировым финансовым кризисом 2007-2008 гг. и экономическим подъёмом мирового Юга. Концептуальные направления денежно-кредитной политики США в кризисный и посткризисный периоды исследуют Дж. Стиглиц [78], П. Кругман [61], В. Верпанке [3], конкретные проблемы установления процентной ставки центральными банками анализируют В. Friedman and К. Kuttner [15], J. Yellen [42], эффективность отдельных инструментов денежно-кредитной политики США рассмотрена в работах S. D'Amico and T. King [8], J. Gagnon, M. Raskin, J. Remache and B. Sack [17], С. Hess, J. Laforte, D. Reifschneider and J.C. Williams [21], J. Meaning and F. Zhu [26] и др. Учёные СНГ также уделяют значительное внимание этой проблематике [47; 53; 55; 56; 62; 64; 66; 67].

Целью статьи является анализ особенностей монетарного механизма США и ожи-

даемых эффектов его функционирования в контексте их возможного влияния на финансовые и реальные экономические параметры, определяющие траекторию развития национального хозяйства в современных условиях, исходя из специфики тех новых задач, которые стоят перед экономикой Украины в целом и её промышленностью в частности, а также учитывая большую степень зависимости национальной промышленности от доллара США.

В начале XXI в. мировая экономика все более формируется как единая система с интегрированным финансовым рынком, на котором действует огромное количество различных по масштабам инвесторов с похожими типами поведения. В мировом хозяйстве происходит принципиально новый процесс экономии на глобальных расходах (global outsourcing or offshoring¹ [75]), который определяет новые места размещения производительных сил. Перемещая производство в планетарных масштабах, прежде всего на мировой Юг [36], он приводит к появлению устойчивых дисбалансов между денежной и товарной массами, усиливает вероятность финансовой нестабильности.

В ходе решения этих проблем усиливается роль координирующей деятельности центральных банков и других регулирующих монетарную политику органов, особенно экономически наиболее развитых стран. К ним, в первую очередь, относятся США – крупнейшая экономика мира, как по паритету покупательной способности (ППС), так и в номинальном выражении.

¹ В связи с нынешними проблемами стран Запада, обусловленными перемещением "мастерской мира" за пределы их границ, всё большую силу набирают обратные тенденции – процессы рещоринга (re-shoring). Так, на экономическом форуме в Давосе (январь 2014 г.) британский премьер-министр Д. Кэмерон отметил целесообразность возврата предприятий и рабочих мест с Востока на Запад, чем уже занимается ряд основанных в США промышленных компаний, и выразил надежду на то, что у Британии также "... существует шанс стать рещорной нацией (« Re-Shore Nation »)", в том числе благодаря мерам по улучшению общей бизнес-среды и обеспечению доступа к надёжным и дешёвым источникам энергии [5].

Федеральная резервная система (ФРС) [34], которая выполняет в США роль центрального банка, руководствуется такими долгосрочными целями, как обеспечение ценовой стабильности и поддержка занятости на максимальном уровне. Под ценовой стабильностью при этом понимается поддержание темпа роста цен на уровне около 2% в год при одновременном естественном уровне безработицы 5,2-6% [42, с. 17], который обеспечивает потенциальный объем совокупного выпуска [70].

В сентябре 2007 г., когда появились признаки финансовой нестабильности, переросшей позднее в глобальный финансовый кризис, ФРС США приняла меры по его преодолению путём смягчения денежно-кредитной политики. К концу 2008 г. ключевая процентная ставка ФРС (ставка по федеральным фондам) была снижена до своего нижнего предела – 0-0,25%. При этом стало очевидным, что потенциал этого традиционного инструмента монетарного стимулирования экономики в сложившихся условиях является весьма ограниченным и не позволяет добиться восстановления устойчивого экономического роста и целевого уменьшения безработицы. Поэтому с конца 2008 г. ФРС была вынуждена перейти к использованию нетрадиционных инструментов денежно-кредитной политики (unconventional policy tools [42]), в частности, к политике так называемого "количественного смягчения" (quantitative easing – QE), предусматривающей приобретение различных типов финансовых активов с целью увеличения предложения ликвидности. Эти действия привели к существенному расширению баланса ФРС и изменению его структуры в пользу увеличения удельного веса бумаг с более длительными сроками до погашения.

Первая программа количественного смягчения (QE1) была запущена в конце 2008 г. и рассчитана на 600 млрд дол., которые были направлены на покупку обеспеченных закладными ценных бумаг федеральных ипотечных агентств (agency mortgage-backed securities). QE1 была нацелена на спасение крупных корпораций, банков и частных предприятий путём выкупа их обесцененных долгов [81].

В марте 2009 г. ФРС увеличила программу выкупа ценных бумаг ещё на 850 млрд дол., а также решила направить 300 млрд дол. на выкуп казначейских облигаций. Таким образом, совокупный объём средств, полученных экономикой США в рамках первого раунда количественного смягчения, составил 1,75 трлн дол., или ≈15% от совокупной стоимости указанных инструментов, находившихся на тот момент времени в обращении [26, с. 74].

Программа QE1 завершилась в конце I кв. 2010 г. К тому времени стоимость казначейских облигаций и облигаций федеральных агентств, находящихся на балансе ФРС, увеличилась более чем в 4 раза, что способствовало снижению процентных ставок по широкому кругу долговых инструментов [53].

Однако эффект QE1 оказался краткосрочным и осенью 2010 г. ФРС начала второй раунд количественного смягчения – QE2. Он продолжался до середины 2011 г. и представлял собой покупку долговых обязательств (облигаций) министерства финансов США. При этом совокупные банковские резервы возросли на 610 млрд дол. [4].

В сентябре 2011 г. ФРС объявила о программе увеличения среднего срока до погашения своего портфеля государственных ценных бумаг без дальнейшего расширения своего баланса – операцию "твист" (operation twist) [71]. В рамках этой программы до конца 2012 г. ФРС приобрела долгосрочных облигаций (срок до погашения от 6 до 30 лет) на сумму 400 млрд дол., параллельно реализовав имевшиеся у неё краткосрочные казначейские облигации (срок до погашения менее 3 лет) на эквивалентную сумму [70]. Эти действия ФРС были направлены на снижение процентных ставок по долгосрочным государственным долговым инструментам, удешевление долгосрочных кредитных ресурсов и улучшение общих финансовых условий хозяйствования в США.

Наконец в сентябре 2012 г. было объявлено о запуске третьего раунда мер монетарного стимулирования (QE3), в рамках которого ФРС намеревалась ежемесячно дополнительно приобретать ипотечные облигации на сумму 40 млрд дол. и казначейские

облигации на сумму 45 млрд дол. Длительность этого раунда изначально не была установлена, но ФРС неоднократно подчеркивала, что главным критерием является общее состояние экономики США.

В конце 2014 г. в связи с нормальными темпами восстановления экономики после последнего финансового кризиса программа QE3 была свёрнута [33].

Для формирования стабильных долгосрочных ожиданий экономических агентов важную роль также играет систематическое информирование со стороны ФРС о будущей динамике ключевой процентной ставки¹, так называемое "forward guidance" [42], которое имеет важное институциональное значение для поддержания "длинных" правил поведения и стимулирования экономического роста. Дело в том, что долгосрочные процентные ставки, которые сильно влияют на спрос на жилье, капитальные вложения и цены активов, зависят от текущих и ожидаемых в будущем уровней краткосрочных процентных ставок – таких, как ставка по федеральным фондам, которая является обычным инструментом денежно-кредитной политики ФРС. Поэтому предоставление чётких сигналов о дальнейшей траектории ставки по федеральным фондам может непосредственно влиять на текущие процентные ставки по автокредитам, ипотеке, облигациям компаний, государственных и местных органов власти, даже если текущий уровень ставок по федеральным фондам не может быть снижен [42].

В период с марта 2009 г. по июнь 2011 г. в заявлениях по итогам заседаний Федерального комитета открытого рынка (Federal Open Market Committee, FOMC) указывалось, что в текущих макроэкономических условиях сохранение ставки по федеральным фондам на чрезвычайно низких уровнях оправдано в течение длительного периода времени. Впоследствии эта формулировка была уточнена за счёт указания конкретного периода, в течение которого будет сохраняться сверхмягкая денежно-кредитная политика: сначала до середины 2013 г., затем до конца 2014 г. и, наконец, до середины 2015 г.

¹ Инструмент "информирования о намерениях" применяет также ряд других центральных банков развитых стран [55, с. 28].

В декабре 2012 г. ФРС отказалась от установления календарных сроков сохранения ключевой ставки на рекордно низких уровнях, связав монетарный курс с конкретными целевыми значениями макроэкономических показателей. В соответствии с этим новым принципом ставка по федеральным фондам должна поддерживаться в диапазоне от 0 до 0,25% до тех пор, пока безработица находится выше отметки в 6,5%, а прогноз инфляции на ближайшие 1-2 года не превышает 2,5 % [70]. Такой подход был призван повысить степень прозрачности и предсказуемости монетарной политики для субъектов хозяйствования.

В дополнение к политике количественных смягчений внутри США правительство также проводит традиционно жёсткую внешнюю политику по долларизации экономик мира² [25], что позволяет им получать эмиссионный доход и поддерживать общий денежный спрос в государстве. Обычно считается, что страны с долларизованной экономикой, с одной стороны, получают выгоды в виде более высокого доверия у международных инвесторов и малого спреда процентных ставок по внешним займам. Но, с другой стороны, они теряют возможность проводить независимую денежно-кредитную и валютную политику, в том числе для преодоления кризисов и стимулирования хозяйственного развития [48, с. 19]. При этом сами США предпочитают последовательно проводить суверенную монетарную и фискальную политику, направленную не только на общее финансовое оздоровление, но и на обновление

² Существуют три типа долларизации. Официальная долларизация означает, что доллар США является законным платежным средством, а местная валюта отсутствует. Такая система работает в Панаме, Эквадоре, Микронезии, Восточном Тиморе и др. Официальная частичная долларизация означает, что доллар является законным платежным средством, но страна также имитирует собственную валюту. Пример – Багамские острова, Гаити, Либерия, Лаос, Камбоджа и др. Неофициальная долларизация означает, что доллар выполняет все функции денег, но не считается законным платежным средством, а единственным законным платежным средством является только местная валюта. Такое положение дел имеет место в большинстве стран Латинской Америки [27].

реального сектора экономики [37], финансовую поддержку инноваций, особенно на ранних стадиях их создания [29, с. 35-36]. В частности, теперь поставлена задача по созданию высокотехнологичных рабочих мест, прежде всего в тех отраслях, которые используют авангардные технологии – комплексы видов деятельности, которые зависят от использования и координации информации, автоматизации, вычислений, программного обеспечения, сенсинга, формирования электронных сетей, и/или использование новых материалов и новых возможностей, связанных с физическими и биологическими науками, например, нанотехнологией, химией, биологией [29, с. ii] – способных вывести экономику на новую траекторию роста¹.

Эффективность действия монетарного механизма США в 2009-2013 гг.

Стандартная экономическая теория объясняет, что приобретение ценных бумаг центральным банком, относящееся к арсеналу нетрадиционных инструментов денежно-кредитной политики, стимулирует экономическую активность по нескольким каналам, а именно – по каналам ребалансирования портфелей ценных бумаг, сигнальному и процентным ставкам [66; 67].

В частности, крупномасштабные покупки активов сигнализируют о том, что центральный банк намерен настойчиво проводить более аккомодативную политику, чем ранее, тем самым влияя на ожидания инвесторов в части траектории процентной став-

¹ Например, в 2013 г., несмотря на существующие бюджетные ограничения, общий объем федеральных средств, выделенных на осуществление НИОКР, достиг 141 млрд дол. Это, в частности, финансирование таких приоритетных направлений, как возобновляемая энергетика, беспроводные коммуникации и передовые технологии в обрабатывающей промышленности. Министерству обороны было выделено 2,8 млрд дол. на долгосрочные исследовательские проекты в прорывных областях, из них 2,1 млрд дол. на исследования в сфере компьютерной безопасности, робототехники, доступа к информации, чистой и эффективной энергетики и биозащиты. На поддержание ядерного потенциала выделено 7,6 млрд дол., на биомедицинские исследования – 31 млрд дол. [39].

ки по федеральным фондам и оказывая дополнительное понижающее давление на долгосрочные процентные ставки, особенно в реальном выражении. Во время кризисных периодов покупки активов могут также улучшить функционирование финансовых рынков, тем самым облегчая условия кредитования в некоторых секторах экономики [3].

Расширение баланса ФРС вследствие реализации программ количественного смягчения путём крупномасштабных покупок казначейских ценных бумаг, ценных бумаг ипотечных агентств, обеспеченных ипотечными кредитами, и долговых обязательств ипотечных агентств действительно позволило получить положительные результаты: значительно повысить ликвидность банковской системы, улучшить конъюнктуру ипотечного рынка и других рынков частного кредитования, вызвать понижающее давление на долгосрочные ставки по кредитам [55]. Всё это оказало положительное, хотя и противоречивое влияние на функционирование реального сектора и экономики США в целом. Тем не менее к концу 2014 г. правительство США пришло к выводу, что темпы восстановления экономики уже достаточны и прекратило действие программ QE.

Что касается рисков и затрат, связанных с реализацией этих программ, то среди них можно назвать угрозу нарушений в механизме функционирования рынков ценных бумаг (вследствие доминирования ФРС в отдельных сегментах этих рынков), снижение доверия общества к ФРС в связи с сомнениями в том, что она способна плавно выйти из нынешней аккомодативной политики в надлежащий момент времени, риски для финансовой стабильности (вследствие возникновения неоправданных надежд на высокую доходность операций у некоторых типов инвесторов), вероятность значительных финансовых потерь ФРС в случае, если процентные ставки неожиданно вырастут [3].

Практика количественного смягчения получила неоднозначную оценку со стороны Конгресса США. В частности, имели место скандалы, связанные с подозрениями в злоупотреблениях со стороны ФРС (в связи с проведением забалансовых операций, отказом ФРС раскрыть информацию о том, кому

именно была оказана поддержка и др.). В связи с этим некоторые конгрессмены потребовали ликвидации ФРС, национализации, усечения её полномочий, проведения глубокого аудита и т.д. Тогда же зародилось движение "Захвати Уолл-стрит" [28]. Не исключено, что программу QE3 специально "поддержали" до осени 2012 г. для того, чтобы создать благоприятный экономический фон претенденту на пост президента США от Демократической партии [60].

Практика количественного смягчения получила также негативные оценки некоторых экономических экспертов [4; 14; 22; 31; 32], которые считают, что в связи с низкими базовыми процентными ставками теряют доходы держатели облигаций (пенсионные фонды и страховые компании, домохозяйства¹), а основные бенефициары такой политики – банки – не хотят начинать новую честную и полезную обществу жизнь. Полученные от ФРС деньги они направляют туда, где возможен максимальный доход – на товарные и финансовые рынки, в сферу спекуляций, – а в реальный сектор экономики попадают крохи. При этом новых рабочих мест не хватает даже для того, чтобы поглотить прирост новых рабочих рук на рынке труда, а главным реальным следствием политики ФРС является регрессивное перераспределение доходов в обществе [14; 32]: QE "... is fundamentally a regressive redistribution program that has been boosting wealth for those already engaged in the financial sector or those who already own homes, but passing little along

¹ Анализ специалистов The McKinsey Global Institute в аспекте процентных доходов и расходов показал, что сверхнизкие процентные ставки понизили издержки займов для правительства, что позволило им в некоторых случаях повысить финансирование общественных расходов. Дополнительные доходы получили также нефинансовые корпорации, хотя они не были трансформированы в реальные инвестиции в связи с осторожными оценками будущего спроса. А домохозяйства, напротив, проиграли в терминах процентных доходов и расходов, хотя этот негативный эффект возможно был компенсирован приростом благосостояния вследствие роста стоимости активов [12].

to the rest of the economy. It is a primary driver of income inequality"².

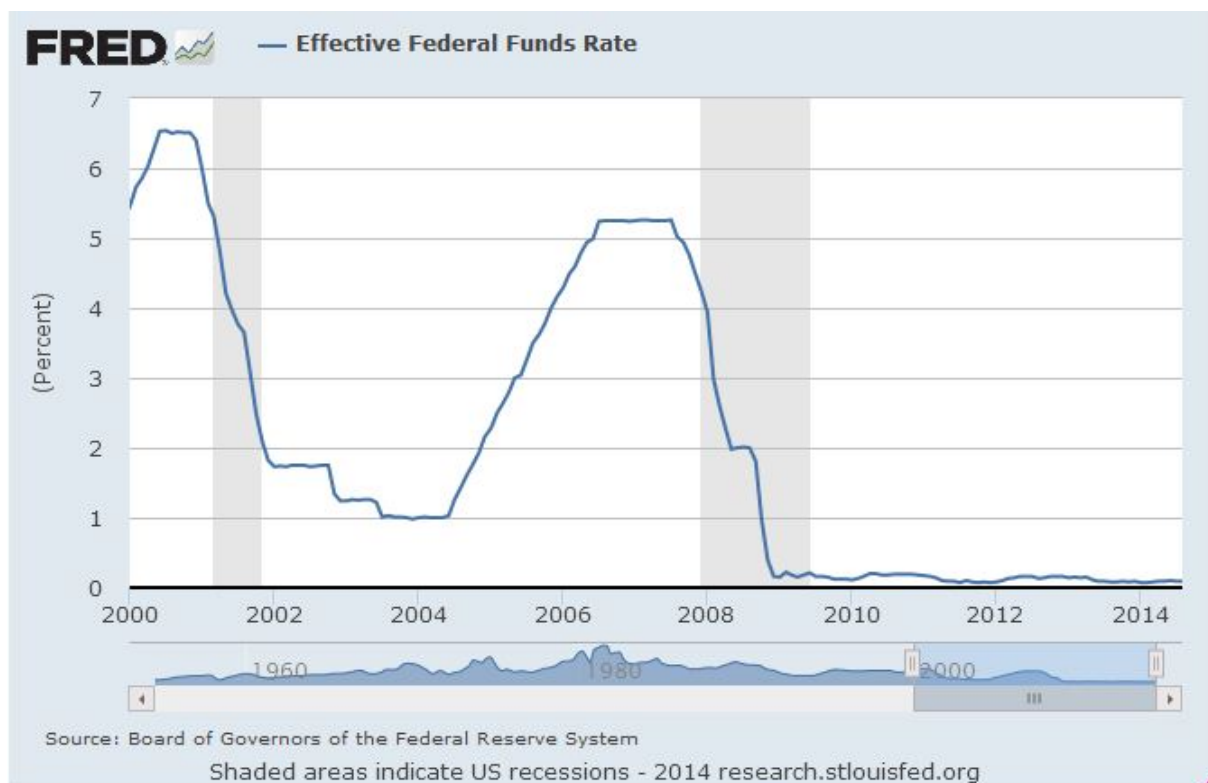
Более развернуто финансово-экономические последствия монетарного стимулирования экономики США в посткризисный период рассмотрены далее.

а) динамика процентных ставок

Нетрадиционные меры монетарной политики ФРС являются важным фактором, определяющим динамику процентных ставок в экономике США, и, по крайней мере, частично объясняют наблюдаемую на протяжении последних лет их динамику к снижению. Хотя, разумеется, существуют множество иных факторов, оказывающих влияние на этот важный экономический показатель. Тем более, что после мирового финансового кризиса 2007-2008 гг., который существенно повлиял на всю мировую экономику, выяснилось, что иногда в сфере монетарной политики события развиваются не совсем так, как можно было ожидать, исходя из положений стандартной экономической теории. Поэтому для выявления корней возникающих здесь проблем обычных линейных зависимостей (в том числе между процентными ставками и доходностью ценных бумаг), а также трендового анализа, основанного на анализе прошлых данных и тенденций, уже недостаточно. Например, некоторые эксперты считают, что в условиях новой экономики инвесторам не стоит слишком беспокоиться о том, что ФРС рано или поздно повысит процентные ставки. Напротив, данный шаг может трактоваться ими как уверенность регулятора в том, что экономика страны достаточно окрепла и не нуждается в дополнительном стимулировании [43].

В результате реализации программ QE эффективная процентная ставка по федеральным фондам, по которой банки США предоставляют в кредит свои избыточные резервы на короткие сроки другим банкам, была понижена до минимальных значений (рис. 2).

² "... является существенно *регрессивной* программой перераспределения, повышающей богатство для уже занятых в финансовом секторе или тех, кто уже владеет домами, но проходящей мимо остальной части экономики. Это – основной драйвер неравенства доходов".



Составлено по работе [84].

Рис. 2. Динамика эффективной ставки по федеральным фондам США

Программа выкупа обеспеченных задатными ценных бумаг федеральных ипотечных агентств привела к снижению ставок по ипотечным займам с 6% (для 30-летней ипотеки) в конце 2008 г. до 3,5% в конце 2012 г. и, следовательно, может считаться весьма успешной, в то время как результаты выкупа казначейских облигаций выглядят более противоречивыми [53].

Теория сегментации рынка или теория преимущественной среды (preferred habitat theory [23]) объясняет возможный механизм действия программы выкупа долгосрочных казначейских облигаций. Согласно этой теории различные типы инвесторов предпочитают ценным бумагам с определёнными сроками до погашения. Поэтому ценные бумаги с различными сроками до погашения не являются совершенными субститутами, так что инвесторы не могут быстро отказаться, например, от вложений в долгосрочные ценные бумаги в пользу аналогичных ценных бумаг с более коротким сроком до погашения. Та-

ким образом, политика QE, повышающая спрос на долгосрочные казначейские облигации, должна приводить к росту их цен с одновременным падением доходности (прибыльности), поскольку цены на облигации и доходности по ним находятся в обратной зависимости.

На практике через четыре года после начала программы выкупа казначейских облигаций их доходность снизилась более чем на 100 базисных пунктов (б. п.). Однако внутри данного периода происходили весьма существенные и иногда непредсказуемые колебания доходности. Тем не менее, как отмечено в работе [53], такая динамика наблюдаемых переменных не является доказательством неэффективности нетрадиционных мер монетарного стимулирования, использованных ФРС. Результаты ряда научных исследований [8; 17; 26] показывают, что действия ФРС всё же позволили снизить доходность казначейских облигаций – если сравнить её с гипотетическим уровнем, кото-

рый мог бы наблюдаться в их отсутствие. Согласно выполненным расчётам программа QE1 позволила снизить доходности по десятилетним казначейским облигациям на 40-110 б. п. по сравнению с гипотетическим уровнем, а эффект от реализации QE2 на аналогичные ценные бумаги варьировал от 15 до 45 б. п., уступая эффекту от QE1, в частности, в связи с отсутствием фактора новизны применяемых мер [53].

В результате проведения политики количественного смягчения ФРС удалось достичь одной из важных промежуточных целей, а именно, снизить общий уровень стоимости финансовых ресурсов в США, а не только тех инструментов, которые участвовали в реализации программ QE. Так, средние доходности корпоративных облигаций, которые имеют инвестиционный рейтинг (BBB по шкале Moody's), сократились с 10% в конце ноября 2008 г. (на начало программы количественного смягчения) до 3,3% в начале декабря 2012 г. Кроме того, с конца 2008 г. наблюдалось постепенное улучшение условий кредитования предприятий и до-

машних хозяйств. Процентные ставки по кредитам на покупку новых автомобилей упали с 7% в конце 2008 г. до 4,9% в III кв. 2012 г., а процентные ставки за использование кредитов, полученных через кредитные карты, сократились в среднем с 14,3% в начале 2010 г. до 11,9% в конце 2012 г. [53]. В последнее время (в III кв. 2014 г.) процентные ставки на покупку новых автомобилей в США составляют около 4% [1].

Что касается прогнозов руководителей ФРС по повышению процентной ставки в 2015-2016 гг., то они в целом остаются на прежнем уровне: в следующем (2015) году она может составить в среднем $\approx 1,2\%$, а в 2016 г. – $\approx 2,6\%$ [80].

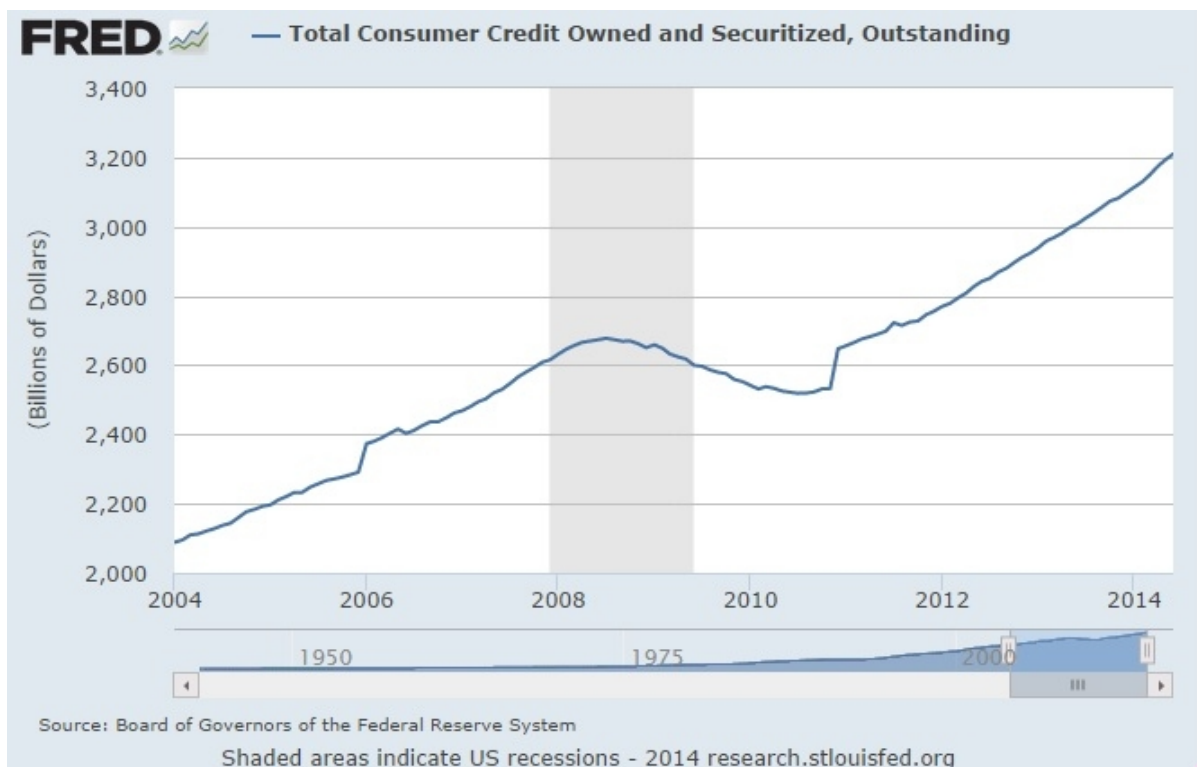
б) развитие процессов кредитования

Описанная динамика процентных ставок последних лет в США свидетельствует о постепенном улучшении ситуации в сфере кредитования, облегчении доступности кредитов для американских заёмщиков и, как следствие, – росте объёмов выданных ссуд (рис. 3 и 4).



Составлено по работе [84].

Рис. 3. Динамика деловых кредитов, выданных коммерческими банками США



Составлено по работе [84].

Рис. 4. Динамика потребительских кредитов, выданных коммерческими банками США

По данным бюро кредитных историй Equifax, кредитные организации США в I п/г 2014 г. выдали займов на \$34,5 млрд, что на 8,7% больше, чем за аналогичный период прошлого года. Этот показатель вырос в I кв. 2014 г. четвёртый год подряд после низкого уровня в \$26,7 млрд в I п/г 2010 г. [46].

Наблюдается также существенный прогресс по проблеме уменьшения удельного веса неработающих кредитов (по которым выплата процентов и основного долга просрочена на 90 дней и более, или есть другие основания сомневаться в том, что выплаты будут осуществлены в полном объёме) – в последние годы в этом отношении ситуация существенно лучше, чем в Европе (зоне евро) и США. Они приближаются к показателям традиционно осторожных и дисциплинированных немецких заёмщиков (рис. 5).

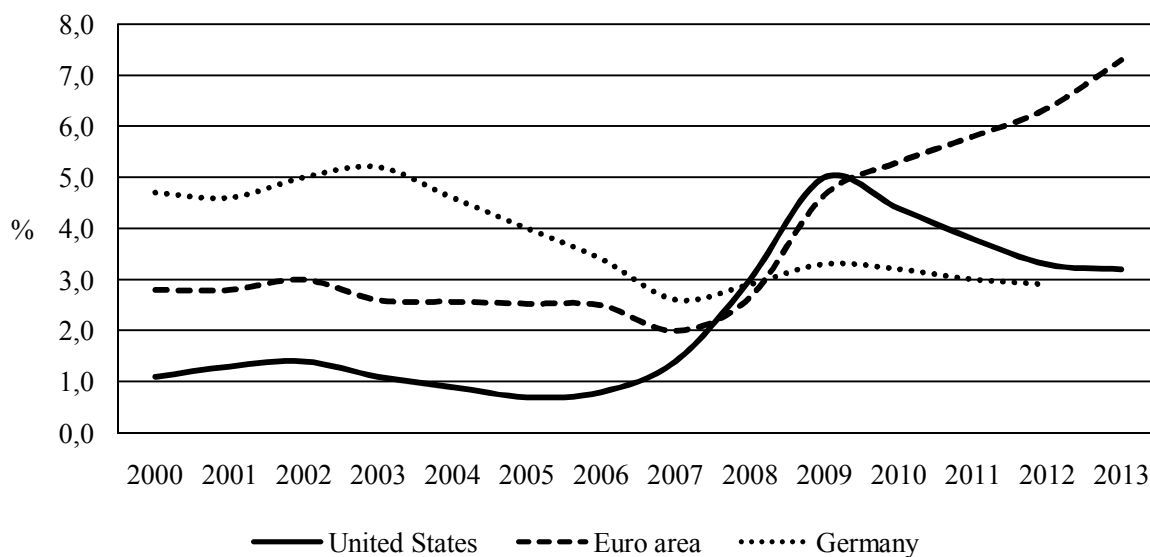
В целом обусловленное политикой QE снижение стоимости финансовых ресурсов способствовало постепенному восстановлению устойчиво высокой кредитной активности в США и, как следствие, обеспечению

стабильного и относительно быстрого экономического роста.

Увеличение кредитной задолженности в секторе нефинансовых корпораций возобновилось с конца 2010 г., но стабилизировалось на уровне 4% в год, что существенно ниже темпов, наблюдавшихся в докризисный период. Спрос на кредиты оставался неустойчивым, в то время как остатки высоколиквидных денежных средств на счетах компаний из индекса S&P 500 приблизились к 1500 млрд дол. в конце третьего квартала 2012 г., составлявшего 14% от совокупного объёма их активов (максимальное значение с 1984 г.) [53].

Что касается кредитования домашних хозяйств, то темпы прироста их задолженности были отрицательными с начала 2009 г. Однако в последующем (2011-2013 гг.) ситуация постепенно улучшилась (табл. 1).

В июле 2014 г. был зафиксирован максимальный прирост объёма выданных потребительских кредитов с 2010 г., когда действовала программа стимулирования амери-



Составлено по работе [85].

Рис. 5. Неработающие кредиты банков в процентах к общей сумме займов (bank nonperforming loans to total gross loans, %) в некоторых странах мира

канского автопрома "наличные за автохлам" ("cash-for-clunkers"). Это свидетельствует об улучшении потребительских настроений в США и повышении доступности кредитов [51]. Получается так, что финансовые ресурсы становятся доступнее тогда, когда деловые ожидания потребителей и бизнеса улучшаются, а следовательно, усиливается желание пользоваться кредитованием как для личных целей, так и для развития бизнеса.

Временное уменьшение общих долговых обязательств домашних хозяйств США после 2007 г., связано прежде всего с проблемами на рынке ипотечного кредитования. Портфель ипотечных кредитов в 2008-2011 гг. постоянно сокращался, поскольку заёмщики переставали выплачивать кредиты вследствие потери работы или в силу того, что после падения цен на недвижимость стоимость размеров выданных кредитов превышала текущую рыночную стоимость имущества. Падение стоимости недвижимости, которая является основным активом для многих домохозяйств, обусловило снижение уровня их благосостояния (ФРС оценивает потерю населения по сравнению с 2005 г. в

≈5 трлн дол. [42]) и уменьшение сумм доступного им залога.

Последовавшее в 2012-2013 гг. восстановление ипотечного кредитования оказалось неустойчивым. В июле 2014 г. председатель ФРС Дж. Йеллен заявила о том, что восстановление на рынке жилья США застопорилось после начавшегося в 2013 г. роста ипотечных ставок. В частности, произошедшее повышение фиксированных ставок по 30-летним ипотечным кредитам с 3,3 до 4,4% и по 15-летним ипотечным кредитам с 2,6 до 3,5% не позволило широкому кругу американских заёмщиков со слабой кредитной историей приобрести жилье.

В июне 2014 г. в связи со слабостью деловой активности в строительном секторе США уменьшилось количество выданных разрешений на строительство новых домов с 1,01 млн до 0,96 млн. В том же месяце покупки новых домов в США сократились с 442 тыс. до 406 тыс. По мнению Ассоциации ипотечных банков США, в 2014 г. будет зафиксировано падение продаж домов на вторичном рынке США на 4,1% и снижение общего объёма ипотечного кредитования на 8,7% [57].

Таблица 1

Потребительское кредитование в США (с исключением сезонных колебаний), млрд дол.

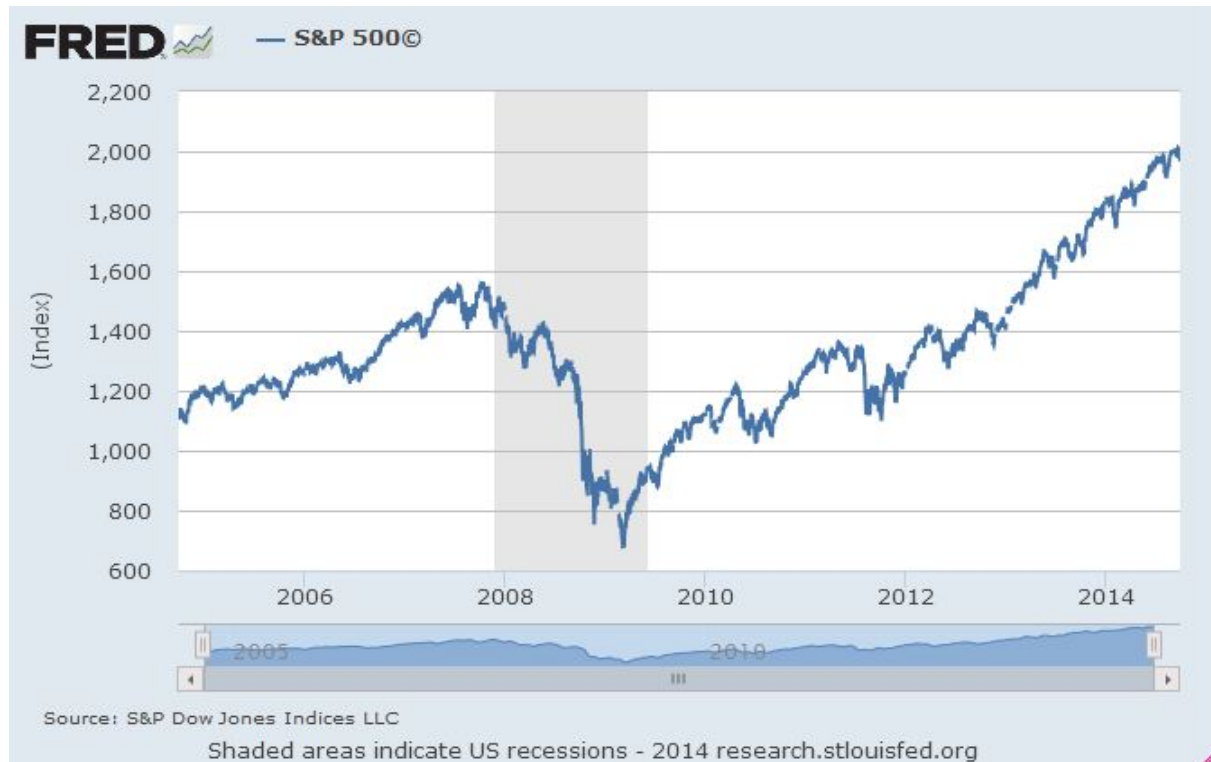
	Год										Квартал				Месяц		
											2013				2014		
	2009	2010	2011	2012	2013	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Jul	Aug	Sep				
Общее процентное изменение (в годовом измерении)	-3,9	-1,0	4,1	6,2	6,0	6,3	5,4	6,6	8,2	6,6	8,5	5,2	5,9				
Возобновляемые	-8,8	-7,6	0,2	0,6	1,3	0,9	2,0	1,8	6,3	3,0	7,4	-0,3	2,0				
Невозобновляемые	-1,0	2,7	5,9	8,6	7,9	8,5	6,7	8,5	9,0	7,9	8,9	7,2	7,3				
Общий поток (в годовом измерении)	-103,6	-25,3	108,5	169,7	174,3	190,6	164,8	205,6	259,6	211,0	273,5	168,4	191,1				
Возобновляемые	-88,0	-69,7	1,8	4,9	10,9	7,5	17,2	15,7	54,4	26,5	64,5	-2,4	17,3				
Невозобновляемые	-15,7	44,4	106,8	164,7	163,4	183,1	147,6	190,0	205,3	184,5	209,0	170,8	173,8				
Общая задолженность	2552,8	2647,4	2755,9	2923,6	3097,9	3056,7	3097,9	3149,3	3214,2	3267,0	3237,0	3251,1	3267,0				
Возобновляемые	916,8	840,0	841,7	846,7	857,6	853,3	857,6	861,5	875,1	881,8	880,5	880,3	881,8				
Невозобновляемые	1636,1	1807,4	1914,2	2076,9	2240,3	2203,4	2240,3	2287,8	2339,1	2385,2	2356,5	2370,7	2385,2				

Составлено по работе[86].

в) влияние на фондовый рынок

Предпринятые ФРС меры в сфере монетарной политики оказали существенную поддержку рынкам ценных бумаг. Так, индекс S&P 500, падение которого с октября 2007 г. по март 2009 г. составившее почти 60%, практически восстановился до своих

максимальных предкризисных значений уже к концу 2012 г. [53]. В результате сложился определённый дисбаланс между динамичным ростом фондового рынка (рис. 6) и относительно неустойчивым состоянием реального сектора экономики США.



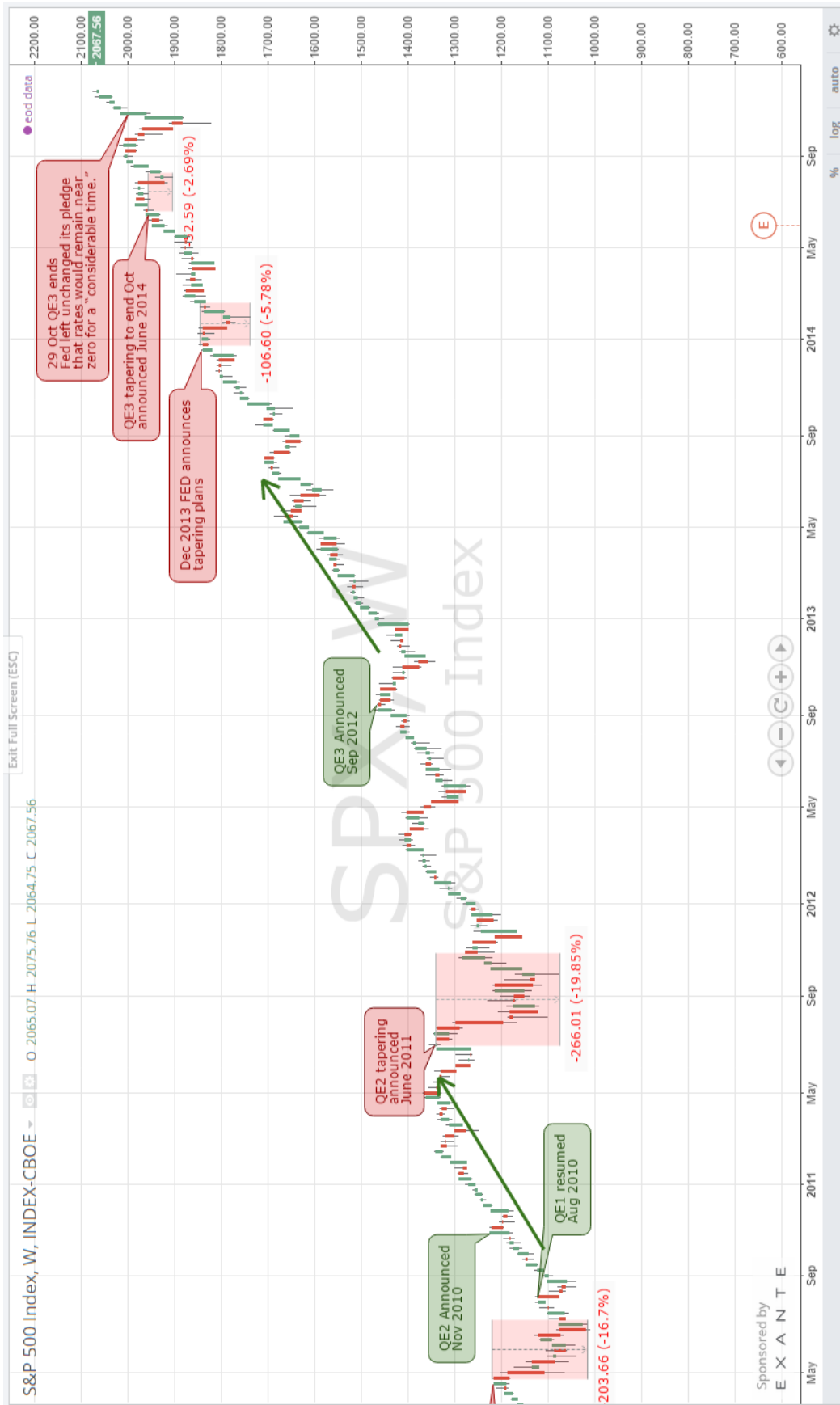
Составлено по работе [84].

Рис. 6. Динамика фондового индекса Standard & Poor's, корзина которого включает 500 акционерных компаний США с наибольшим уровнем капитализации (S&P 500)

Как показано на рис. 7, рынок акций каждый раз положительно реагировал на анонсирование ФРС новых мер монетарного стимулирования и демонстрировал достаточно уверенный рост в процессе реализации запланированных мероприятий. Затем происходила корректировка и замедление роста, пока он не возобновлялся вновь при анонсировании ФРС новых действий в рамках политики QE. При этом общая тенденция такова, что корректировки, следующие за анонсированными мерами ФРС, с каждым разом становятся всё более ограниченными. Поэтому с учётом текущей ситуации до июня

2015 г. на фондовых рынках возникновения напряжённости не ожидается [35].

Образно выражаясь, меры в рамках политики QE способствовали восстановлению "аппетита к риску" у инвесторов. Связывая с экстренными мерами ФРС надежды на ускорение восстановления экономики, инвесторы увеличивали вложения в акции, как более рискованный, но и более доходный класс активов, и одновременно снижали вложения в более надёжные инструменты, такие как казначейские облигации, которые обычно пользуются спросом в периоды наибольшей неопределённости на рынках и в части экономического роста.



Составлено по работе [35].

Рис. 7. Взаимосвязь индекса S&P 500 и действий ФРС в рамках политики количественного смягчения (QE1, QE2 и QE3)

Такая логика поведения инвесторов служит одним из возможных объяснений динамики стоимости условно безрисковых (казначейские облигации) и рискованных (акций) активов. Периодам стимулирующих мер со стороны ФРС отвечает уверенный рост рынка акций при стабильной динамике доходности и цен казначейских облигаций. При отсутствии стимулирующих мер, когда ожидания инвесторов ухудшаются, рост рынка акций замедляется, а доходность казначейских облигаций уменьшается под влиянием повышения спроса на них, как на наиболее надёжные и ликвидные активы [53].

Вместе с тем существует и такая точка зрения, что на самом деле меры ФРС по поддержанию очень низких процентных ставок не оказали сильного влияния на рынки ценных бумаг. Как отмечают специалисты McKinsey: "... we found little conclusive evidence that ultra-low interest rates have boosted equity markets. Although announcements about changes to ultra-low rate policies do spark short-term market movements in equity prices, these movements do not persist in the long term. Moreover, there is little evidence of a large-scale shift into equities as part of a search for yield. Price-earnings ratios and price-book ratios in stock markets are no higher than long-term averages"¹ [12, с. 3].

В этой связи следует отметить, что существуют, по крайней мере, три канала влияния политики QE на рынки ценных бумаг.

Первый канал – QE снижает ставки дисконтирования, используемые инвесторами, которые, в свою очередь, определяют текущую стоимость будущих потоков дохо-

дов и, следовательно, цены на фондовых рынках. Поэтому действия ФРС по снижению безрисковой ставки доходности, доступной инвесторам, делают рискованные активы более привлекательными. Но, как считают специалисты McKinsey, рациональные хозяйствующие субъекты осознают временный характер программ QE и, следовательно, не будут уменьшать ставку дисконтирования, используемую ими для оценки будущих денежных потоков. Против этого, в свою очередь, можно возразить, что основным эффектом QE заключается в том, чтобы информировать инвесторов о том, что траектория ставки будет оставаться низкой в течение большого времени, чем ожидалось ранее, в результате чего ставка дисконтирования должна всё же опуститься, а цены на акции – возрасти [6].

Второй канал – эффект портфеля (portfolio effect), когда, как отмечалось ранее, в условиях снижения доходности по ценным бумагам с фиксированным доходом инвесторы переходят на акции и другие активы с большей доходностью. Однако, как отмечено в докладе McKinsey [12], в реальности инвесторы не переключаются между активами классов так легко, как это можно было бы ожидать, исходя из теории. Действительно, в погоне за прибылью инвесторы могут менять состав своих портфелей, но существует не так много доказательств того, что они действительно готовы менять облигации на акции. Деньги, которые приходят на фондовый рынок, как правило, проистекают не из продажи облигаций, а поступают от институциональных инвесторов, включая иностранных.

И, наконец, третий канал – рост прибылей корпоративных структур в связи со снижением стоимости заимствований, который, по некоторым оценкам, может достигать 5% [6]. Однако, если рыночные агенты считают, что влияние пониженных процентных ставок на корпоративные прибыли является временным, то их ожидания в части долгосрочной доходности не изменятся.

В целом влияние нетрадиционных инструментов денежно-кредитной политики на подъём индикаторов фондовых рынков действительно имело место, хотя, с учётом вышеуказанных обстоятельств, силу этого влияния переоценивать не следует.

¹ "... мы нашли немного убедительных доказательств того, что сверхнизкие процентные ставки подняли фондовые рынки. Хотя уведомления об изменениях в политике сверхнизких ставок действительно стимулировали краткосрочные рыночные сдвиги цен на акции, но эти сдвиги не сохраняются в долгосрочной перспективе. Кроме того, есть мало свидетельств крупномасштабных изменений цен акций как результата поиска доходов инвесторами. Коэффициенты "рыночная стоимость акции / чистая прибыль компании в расчёте на одну акцию" и "рыночная стоимость акции / номинальная стоимость акции" на фондовых рынках не выше, чем средние долгосрочные показатели.

г) состояние рынка труда

Финансовый кризис 2007-2008 гг. затронул не только монетарные переменные, но оказал также сильный негативный эффект на показатели функционирования реального сектора экономики, прежде всего в сфере занятости населения.

Основная причина роста безработицы в условиях этого кризиса кроется в общем снижении платёжеспособного спроса населения, который в предыдущий период поддерживался из-за роста задолженностей домашних хозяйств, бизнес-структур и госу-

дарства. Финансовый кризис, временно парализовав систему кредитования бизнес-структур и домохозяйств, привёл к резкому падению покупательной способности населения. Всё это негативно сказалось на экономике развитых стран, и прежде всего США, где потребительский бум начала 2000-х годов в значительной степени был инспирирован кредитной экспансией банков. Отсюда – падение экономической активности и высокий за последние 30 лет уровень безработицы [73] (рис. 8).



Составлено по работе [87].

Рис. 8. Занятость и безработица в США (факт и прогноз)

Финансовый кризис, стартовавший в 2007 г., характеризовался длительным периодом слабости рынка труда: с IV кв. 2009 г. и до III кв. 2011 г. безработица в США находилась на уровне 9% и выше [45]. Через три года после окончания острой фазы кризиса, в декабре 2012 г., безработица составляла 7,8%, что существенно превышало целевой диапазон ФРС. При этом альтернативная оценка безработицы, выполненная Министерством труда (с учётом людей, которые отчаялись найти работу, а также лиц с неполной занятостью, но желающих работать полный рабочий день) в течение трёх лет превышала 15%, а с марта 2012 г. находилась в интервале 14,5-15% [77].

Слабость рынка труда продемонстрировал государственный сектор, который в период монетарной экспансии ФРС потерял около 850 тыс. рабочих мест, вместо того чтобы создавать новые рабочие места, как это обычно бывает в периоды кризисов [30, с. 9].

Очевидно, что снижение уровня безработицы более быстрыми темпами требует ускорения темпов экономического роста. В 2011-2012 гг. в экономике США ежемесячно создавалось в среднем 150 тыс. новых рабочих мест (вне сельскохозяйственного сектора – nonfarm payroll employment). Тем не менее общее число рабочих мест в экономике оставалось существенно ниже, чем в начале

2008 г. До конца 2013 г. удалось восстановить только $\approx 2/3$ рабочих мест, потерянных в результате кризиса (см. рис. 4).

Для того, чтобы определить, насколько действенными являются монетарные методы стимулирования экономики, важно выявить, в какой мере текущий уровень безработицы объясняется циклическими факторами и насколько он обусловлен увеличением структурной безработицы. Одним из инструментов, который позволяет это выявить, является кривая Бевериджа, которая устанавливает обратную зависимость между долей незанятых рабочих мест и уровнем безработицы [53]. Отрицательный наклон этой кривой объясняется тем, что в период экономического подъёма уровень безработицы снижается и становится всё сложнее нанять квалифицированных работников, а поэтому количество вакантных рабочих мест растёт. Периодам спада, наоборот, соответствует увеличение безработицы и сокращения числа незанятых рабочих мест. В периоды рецессии, как правило, происходит движение вниз по кривой, в то время как сдвиг самой кривой свидетельствует об изменении уровня структурной безработицы.

Как отмечено в работе [53], период с декабря 2000 г. по декабрь 2007 г. характеризовался устойчивой зависимостью между уровнем безработицы и наличием незанятых рабочих мест. Но с конца 2010 г. зависимость, которая существовала до кризиса, начала разрушаться, в результате чего произошёл переход на более высокую кривую. Тем не менее такой сдвиг кривой может считаться типичным для периодов посткризисного восстановления и, наряду с усилением несоответствия между квалификацией работников и запросами работодателей, объясняется такими факторами, как улучшение социальной защиты безработных и повышение степени неопределённости в экономике [9; 10; 18]. Даже если наблюдаемый высокий уровень безработицы можно в некоторой степени объяснить ростом структурной безработицы, влияние циклических колебаний на рынке труда всё ещё остаётся значительным. В такой ситуации стимулирующая монетарная политика ФРС как инструмент решения проблем на рынке труда сохраняет свой регуляторный потенциал.

Важно отметить, что ФРС стремится сделать процесс принятия этих решений более прозрачным. В рамках политики "forward guidance" для стимулирования полной занятости ФРС был выбран показатель уровня безработицы, как главного индикатора состояния рынка труда. В декабре 2012 г. его целевое значение, которое служит сигналом для начала повышения ключевой процентной ставки, было установлено на уровне 6,5% [30, с. 3]. В настоящее время, в связи с ожидаемым повышением доходности облигаций, ФРС рассматривает возможность снижения целевого уровня безработицы до 5,5% или даже до 5% [38]. Считается, что такие действия должны поддержать экономику, при том что риск роста инфляции возрастёт незначительно. Это поможет успокоить рынок, доходности облигаций начнут снижаться, а за ними начнут падать и ставки по ипотечным кредитам.

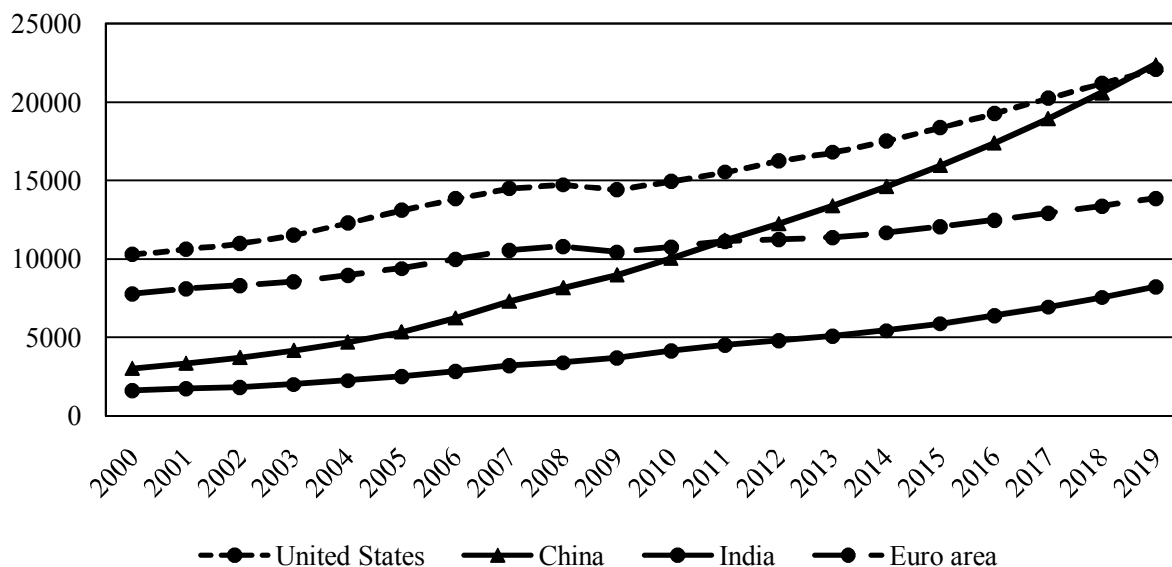
д) стимулирование экономического роста

Финансовый кризис 2007-2008 гг. стал наиболее серьёзным испытанием для экономики США с времён Великой депрессии. Затронув сначала монетарную сферу, он перешёл на сферу занятости и материального производства. По данным The World Bank, World Development Indicators 2014 г., падение ВВП в 2008 г. составило 2,9% и в 2009 г. – 2,8%. ВВП на душу населения с учётом ППС уменьшился с \$50,966 тыс. в 2007 г. до \$50,340 в 2008 г. и \$48,501 тыс. в 2009 г. Ещё хуже, что в одной из ведущих отраслей экономики, определяющей темпы НТП – промышленности, – добавленная стоимость (Industry, value added) обвалилась в 2008 г. на 5,5%, и в 2009 г. – на 7,7%.

С 2010 г. началось экономическое восстановление – темп роста ВВП США в 2010 г. составил 2,5%, 2011 – 1,85%, 2012 – 2,78%, 2013 г. – 1,88%. Если характеризовать абсолютные значения, то максимальный предкризисный объём ВВП (2007 г.) был превзойдён только в 2011 г. В 2014 г. восстановление экономики США продолжилось и уже ожидается прирост ВВП на уровне 2,1% [20]. В то же время, например, экономика Китая в 2014 г. должна увеличиться на 7,5% [50], то есть темпы её роста примерно в 3 раза выше американских.

Приведенные данные свидетельствуют о том, что экономика США, по-видимому, уже оправилась от тяжёлого кризиса (что было признано ФРС, которая, как уже отмечалось, прекратила действие программы QE),

но пока ещё не вышла на траекторию динамичного роста, постепенно отставая в темпах развития от главного глобального конкурента – КНР (рис. 9).



Составлено по работе [87].

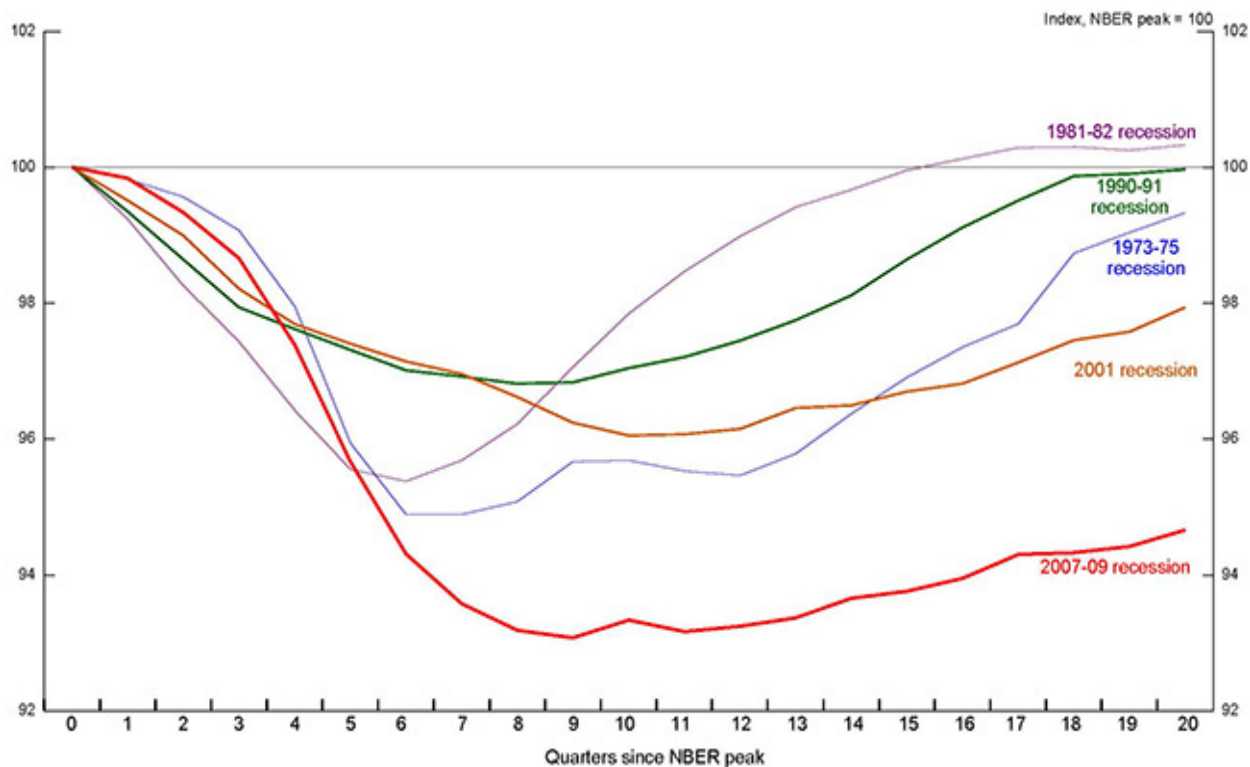
Рис. 9. ВВП стран мира на основе паритета покупательной способности (ППС), current international dollar

Следует отметить, что в историческом контексте ситуация также не выглядит блестящей. Темпы роста в течение периода восстановления после финансового кризиса 2007-2008 гг. уступают тем средним темпам роста, которые наблюдались в посткризисные периоды в послевоенное время. Так, средний темп роста ВВП за 13 кварталов после окончания рецессии в 2009 г. составил 2,2%, тогда как эпизодам восстановления ВВП в 1960-2005 гг. соответствовал рост на 2,8-5,6% (в среднем по 13 кварталов после окончания рецессии) [53].

Следует, однако, указать, что, несмотря на перечисленные проблемы, экономическая активность в США является относительно высокой по сравнению с той динамикой, которая наблюдается в других развитых странах, в частности, в Еврозоне, где спад ВВП в 2009 г. был более глубоким (-4,4%), а дальнейшее восстановление – более медленным (+2% в 2010 г. и +1,4% в 2011 г.). В 2012-2013 гг. на фоне обострения кризиса

суверенных долгов в Еврозоне, вновь были зафиксированы падения (-0,7% и -0,4%). В 2014 г. ожидается вялый рост на уровне примерно 0,8% [20].

Одним из главных факторов, обеспечивших восстановление американской экономики, является стимулирующая политика ФРС. Как свидетельствуют специалисты The McKinsey Global Institute (MGI): "Many academic and central bank studies have found that the measures taken by central banks prevented a deeper recession and higher unemployment than would have otherwise been the case. Estimates from macroeconomic models by the US Federal Reserve, the Bank of England, and others show that, compared with a scenario in which no such action was taken, unconventional monetary policies have improved GDP by between 1 and 3 percent, reduced the unemployment rate by about 1 percentage point, and prevented deflation. If the emergency measures employed at the start of the financial crisis did indeed head off an uncontrolled downward spiral of the global



Составлено по работе [42].

Рис. 10. Динамика занятости вне сельскохозяйственного сектора (*nonfarm payroll employment*) в периоды рецессий и восстановлений экономики США

financial system, then the macroeconomic value of the damage prevention could be far larger than these estimates indicate" ¹ [12, с. 1] (рис. 10).

¹ "Многие исследования, академические и центральных банков, показали, что меры, принятые центральными банками, предотвратили более глубокий спад и высокий уровень безработицы, которые в противном случае могли бы случиться. Оценки, полученные с помощью макроэкономических моделей Федеральной резервной системы США, Банка Англии и других, показывают, что по сравнению со сценарием, в котором не было предпринято никаких действий, нетрадиционная денежно-кредитная политика улучшила ВВП от 1 до 3 процентов, понизила уровень безработицы примерно на 1 процентный пункт и предотвратила дефляцию. Если чрезвычайные меры, задействованные в начале финансового кризиса, действительно предотвратили неконтролируемую нисходящую спираль глобальной финансовой системы, то макроэкономическое значение предотвращения ущерба может быть даже намного больше, чем эти оценки показывают".

Что касается тех факторов, которые мешали восстановлению экономического роста на основе использования возможностей монетарного механизма, то среди них председатель ФРС Janet L. Yellen называет, прежде всего, ограничения в сфере бюджетно-налоговой (фискальной) политики: "... discretionary fiscal policy hasn't been much of a tailwind during this recovery. In the year following the end of the recession, discretionary fiscal policy at the federal, state, and local levels boosted growth at roughly the same pace as in past recoveries But instead of contributing to growth thereafter, discretionary fiscal policy this time has actually acted to restrain the recovery. State and local governments were cutting spending and, in some cases, raising taxes for much of this period to deal with revenue shortfalls. At the federal level, policymakers have reduced purchases of goods and services, allowed stimulus-related spending to decline, and have put in place

further policy actions to reduce deficits" [42, с. 4]¹.

Помимо проблем в сфере промышленности (которая всё же получила дополнительный импульс развития, благодаря "сланцевой революции и снижению цен на энергетические ресурсы), возрождению динамичного экономического роста в США препятствует относительная слабость сектора жилищного строительства – как со стороны спроса (слабость спроса на фоне неопределённости относительно будущей динамики цен на недвижимость), так и со стороны предложения (сокращение объёмов выдачи ипотечных кредитов заёмщикам, не относясь к категории наиболее платёжеспособных). Продажи новых домов начали расти только с IV кв. 2011 г., оставаясь, по-прежнему, на ≈60% ниже уровня начала 2007 г. Продолжались дефолты по ипотечным кредитам и в следующий за ними период перехода заложенной недвижимости в собственность банков – более 180 тыс. случаев в ноябре 2012 г. [53].

Однако в последнее время строители жилья в США уже начинают верить, что жилищный рынок в стране укрепляется, несмотря на растущие ставки по ипотекам [13]. Это является признаком того, что данный сектор может также способствовать подъёму

¹ "... Дискреционная фискальная политика не была большой составляющей положительных факторов ("попутного ветра") нынешнего восстановления экономики. В году, следующем за окончанием рецессии, дискреционная фискальная политика на федеральном, штатов и местных уровнях стимулировала рост примерно в той же степени, как и в прошлых случаях восстановления Но вместо того, чтобы способствовать росту и в дальнейшем, дискреционная фискальная политика на этот раз фактически действовала на сдерживание восстановления. Правительства штатов и местных органов власти сокращали расходы и в некоторых случаях повышали налоги в течение большей части этого периода, чтобы справиться с проблемами дефицитов доходов. На федеральном уровне лица, принимающие решения, сократили закупки товаров и услуг, допустив тем самым сокращение связанных с ними расходов, и осуществили дальнейшие действия, направленные на уменьшение дефицитов".

экономики в беспокойный период обострения глобальной конкуренции.

Наконец, следует учитывать, что: "The fiscal and financial crisis in Europe has resulted in a euro-area recession and contributed to slower global growth. Europe's difficulties have blunted what had been strong growth in U.S. exports earlier in the recovery by sapping demand worldwide" [42, с. 7]².

В заключение важно ещё подчеркнуть, что, несмотря на беспрецедентные вливания ликвидности в экономику в ответ на финансовый кризис, ФРС удалось обеспечить достаточно стабильную динамику индекса потребительских цен в 2010-2014 гг. (в среднем – менее 2%). Инфляционные ожидания также остаются вблизи установленной регулятором цели.

Таким образом, по результатам исследования можно сделать следующие выводы:

1. США обладают крупнейшей экономикой мира и самым мощным монетарным механизмом, основанным на долларе, который является главным средством обслуживания мирового торгового оборота и основной резервной валютой в мире. Этот механизм активно используется для поддержания экономического роста и решения разноплановых актуальных проблем финансового и реального секторов экономики.

2. В связи с финансовым кризисом 2007-2008 гг. и необходимостью скорейшего преодоления его последствий в конце 2008 г. ФРС первой в мире перешла к стимулированию экономики посредством нетрадиционных инструментов денежно-кредитной политики (unconventional policy tools) в условиях, когда возможности традиционного монетарного регулирования в США фактически были исчерпаны, поскольку эффективная ставка по федеральным фондам уже практически была нулевой и в дальнейшем уменьшаться уже не могла.

Во-первых, это количественное смягчение (Quantitative Easing – QE), предусмат-

² "Фискальный и финансовый кризисы в Европе привели к рецессии еврозоны и обусловили замедление глобального роста. Трудности Европы негативно сказались на спросе во всём мире и ослабили американский экспорт, который ранее в периоды восстановления сильно возрастал".

ривающее выкуп различных активов, в частности, облигаций ипотечных агентств и казначейских, а также проведение операций "твист" (operation twist) – замещение в портфеле ФРС краткосрочных бумаг долгосрочными. И, во-вторых, это так называемое "forward guidance" – более детализированное и четко выраженное информирование о будущем государственной монетарной политики.

Применение комплекса этих мер обусловило расширение и изменение структуры баланса ФРС и в той или иной степени оказало влияние на различные сферы экономической и монетарной активности как в США, так и во всем мире.

3. Благодаря использованию инновационных подходов ФРС удалось добиться своей промежуточной цели – снижения общего уровня процентных ставок, в том числе по долгосрочным финансовым инструментам. Этот эффект имел место для широкого круга инструментов и не был ограничен исключительно теми, которые непосредственно принимали участие в программах ФРС по выкупу ценных бумаг. И хотя наиболее существенные снижения доходности казначейских облигаций приходились на периоды между раундами количественного смягчения, при отсутствии активных действий со стороны ФРС уровни доходности по данным инструментам могли бы быть значительно более высокими.

4. В то же время, несмотря на принимаемые меры, кредитная активность в США долгое время оставалась относительно слабой, что было связано с проблемами как со стороны спроса, так и со стороны предложения. Действия ФРС, направленные на возрождение существовавшей до кризиса модели экономического роста, основанной на высокой кредитной активности субъектов хозяйствования, оказались недостаточно эффективными в условиях, когда большинство экономических агентов стремится снизить уровень долговой нагрузки и перейти к более сбалансированному потреблению.

Относительная слабость ипотечного и потребительского кредитования (особенно кредитования под залог недвижимости) тормозила рост потребительских расходов до-

машних хозяйств, составляющих в США около 70% от совокупного ВВП. Стагнация в секторе строительства также препятствовала ускорению экономического роста, а падение цен на жилье обусловило масштабные потери благосостояния домохозяйств – уменьшение чистой стоимости жилой недвижимости по сравнению с 2005 г. составило 40%, или ≈\$5 трлн.

Тем не менее в настоящее время докризисные максимумы кредитной задолженности предприятий и домохозяйств уже превзойдены и рост делового и потребительского кредитования в США продолжается.

5. В отличие от ограниченного воздействия монетарного механизма на кредитную активность, эффект принятых ФРС мер на динамику рынка акций можно охарактеризовать как однозначно положительный.

За период действия первого раунда количественного смягчения индекс S&P, корзина которого включает 500 акционерных компаний США с наибольшим уровнем капитализации (S&P 500), вырос более чем на 36%, и второго раунда количественного смягчения – ещё на 24%. За время действия "операции твист" рост индекса S&P 500 составил 22%. Сейчас он продолжает движение по восходящей траектории.

Однако такой довольно быстрый рост фондового рынка вошёл в определённое противоречие с относительно вялым развитием реального сектора экономики и особенно его индустриального сегмента, что очевидно обуславливает дальнейшие проблемы с финансовыми рисками в экономике США.

6. Несмотря на указанные обстоятельства, а также новые риски, связанные с вмешательством ФРС в функционирование рынков ценных бумаг, угрозами нарушения финансовой стабильности и др., ряд модельных исследований подтверждает наличие в целом положительного эффекта от мер ФРС на объёмы реального выпуска в США – нетрадиционная денежно-кредитная политика улучшила ВВП на 1-3%, понизила уровень безработицы примерно на 1 п. п. и позволила предотвратить дефляцию.

В посткризисный период экономика США, в отличие от стран Еврозоны, демонстрирует устойчивые, хотя и относительно

медленные темпы реального роста – примерно по 2% в год (при среднем уровне инфляции по индексу цен потребителей в 2010-2014 гг. – менее 2%).

Таким образом, опыт США ещё раз подчёркивает, что умелое использование монетарного механизма, даже в сложных условиях системного кризиса, может оказать положительный импульс для восстановления национальной экономики и её перехода на траекторию роста.

7. Следствием вялого экономического роста в посткризисный период в США стало сохранение относительно высокого уровня безработицы, которая в 2010 г. достигла отметки 9,6%. При этом в период восстановления экономики занятость возрастала меньшими темпами, чем это было в периоды восстановления после рецессий 1973-1975 гг., 1981-1982 гг., 1990-1991 гг. и 2001 г.

Хотя риски увеличения структурной безработицы в связи с распространением случаев длительной безработицы действительно существуют, текущие проблемы на рынке труда в значительной степени объясняются циклическими факторами. Это свидетельствует о том, что ФРС сохраняет реальные возможности решения данных проблем с помощью стимулирующих мер монетарной политики. Сейчас уже уровень безработицы в США несколько меньше, чем в 2010 г. и не превышает 8%. Кроме того, в связи с ожидаемым повышением доходности облигаций, ФРС рассматривает возможность дальнейшего снижения целевого уровня безработицы до 5,5 или даже до 5%.

8. В целом можно утверждать, что несмотря на некоторые отрицательные эффекты, связанные с новыми финансовыми рисками и регрессивным перераспределением доходов, монетарные власти США в основном успешно справились с вызовами глобального финансового кризиса, что позволило ФРС в III кв. 2014 г. заявить о закрытии программы ежемесячного приобретения активов в связи с достижением нормальных темпов восстановления экономики.

9. Тем не менее даже при самом профессиональном и успешном использовании инструментов монетарного механизма они позволяют обеспечить лишь частичное вос-

становление экономического роста – при условии, если базовая модель функционирования экономики остаётся неизменной. По этой причине монетарный механизм не может рассматриваться как самодостаточный метод лечения экономики после системных кризисов. Нужны изменения также в механизмах функционирования реального сектора экономики, связанные с ускорением НТП, внедрением новых продуктов и процессов, созданием новых высокотехнологичных рабочих мест. Как отметил Президент США Б. Обама: "Если мы хотим иметь здоровую, растущую экономику, нам нужен здоровый производственный сектор" [37].

Это является важным уроком, в том числе для Украины. Монетарные меры могут и должны использоваться для восстановления развития хозяйства и стимулирования экономического роста в стране, но даже такой мощный монетарный механизм, как в США, не в состоянии заменить необходимых действий, связанных с модернизацией реального сектора и решорингом, внедрением достижений НТП и развитием передового промышленного производства (advanced manufacturing), которое является главным генератором инноваций в современной высокотехнологичной и высококонкурентной экономике.

10. Для поддержания устойчивой динамической траектории экономического роста нужны также дополнительные стимулирующие меры за пределами монетарной сферы. Учитывая значительные дисбалансы, существующие в системе государственных финансов США, в ближайшее время запуск масштабных стимулирующих мер в рамках бюджетной системы является маловероятным. В этом смысле ограниченные возможности борьбы с последствиями кризиса с помощью фискальных инструментов представляют собой серьёзный вызов для американской экономики. В условиях, когда необходимы скоординированные стимулирующие монетарные и фискальные меры, монетарный механизм США используется не только для содействия восстановлению экономики, но и для компенсации негативных последствий вынужденной экономии на программах бюджетной поддержки национального хо-

заявства. Это возлагает дополнительную нагрузку на монетарную политику государства и увеличивает риски её проведения.

При этом, как показывает опыт США, национальные системы обеспечения финансовой стабильности часто отстают от инноваций в монетарной сфере, что требует создания новых механизмов уменьшения системных рисков в мировой экономике и обуславливает необходимость дальнейшей интенсификации сотрудничества правительств стран, международных финансовых организаций, органов регулирования и надзора с целью своевременной разработки и внедрения опережающих мер по предотвращению возможных финансовых кризисов и быстрого преодоления их последствий.

11. Ещё одним важным уроком для Украины, который можно извлечь из опыта использования монетарного механизма экономического развития в условиях глобальной финансовой нестабильности, является важность устойчиво благоприятной институциональной среды и учёта фактора path dependence. В США экономические субъекты в целом привыкли доверять ФРС и тем инновационным мерам, которые ею принимаются для решения текущих и стратегических проблем развития (в том числе потому, что они, как правило, достаточно профессиональны и успешны). Со своей стороны монетарные власти страны своевременно принимают необходимые меры для того, чтобы этот институт доверия сохранялся и в дальнейшем. С этой целью, в частности, был использован такой инструмент, как "forward guidance", который имеет важное институциональное значение с позиций соблюдения "длинных" правил поведения экономических субъектов.

Очевидно, что именно недостаток такого взаимного доверия в Украине и отсутствие "длинных" правил поведения, не всегда профессиональные действия лиц, которые принимают принципиальные финансово-экономические решения, и связанная с этим стабильно неблагоприятная институциональная среда [49], является одним из главных вызовов, стоящих перед украинской экономикой и тем монетарным механизмом, который теперь используется для решения неотложных проблем социально-экономического

развития государства. Разработка эффективного монетарного механизма стимулирования экономического развития Украины может быть названа в числе перспектив исследований по данной проблеме.

Литература

1. Current Auto Loan Interest Rates [Электронный ресурс]. – 2014. – Режим доступа: <http://www.bankrate.com/finance/auto/current-interest-rates.aspx>.

2. Baumeister C. Unconventional Monetary Policy and the Great Recession: Estimating the Impact of a Compression in the Yield Spread at the Zero Lower Bound [Электронный ресурс] / C. Baumeister C. and L. Benati. – European Central Bank. – Working Paper № 1258. – October 2010. – Режим доступа: <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp1258.pdf>.

3. Bernanke Ben S. FRB: Speech. – Bernanke, Monetary Policy since the Onset of the Crisis – August 31, 2012 [Электронный ресурс] / Bernanke Ben S. – 2012. – Режим доступа: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20120831a.htm>.

4. Brown E. Why QE2 failed: the money all went offshore [Электронный ресурс] / E. Brown. – 2014. – Режим доступа: http://www.webofdebt.com/articles/why_q.php.

5. Cameron D. World Economic Forum (Davos) 2014: speech by David Cameron – Speeches – GOV.UK [Электронный ресурс] / D. Cameron. – 2014. – Режим доступа: <https://www.gov.uk/government/speeches/world-economic-forum-davos-2014-speech-by-david-cameron—2>.

6. Carney J. Is the Fed really driving up stock prices? [Электронный ресурс] / J. Carney. – 2013. – Режим доступа: <http://www.cnbc.com/id/101199609#>.

7. Čihák M. Rethinking the State's Role in Finance / M. Čihák, A. Demirgüç-Kunt. – The World Bank Development Research Group, Policy Research Working Paper 6400. – April 2013. – 25 p.

8. D'Amico S. Flow and Stock Effects of Large-Scale Treasury Purchases. Finance and Economics Discussion Series. 2010-52 / D'Amico S. and King T. – Federal Reserve Board, Washington, D.C. [Электронный ре-

сурс]. – Режим доступа: <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2010/201052/201052pap.pdf>.

9. Daly M. A search and matching approach to labor markets: Did the natural rate of unemployment rise? / M.C. Daly, B. Hobijn, A. Sahin and R.G. Valetta // *Journal of Economic Perspectives*. – 2012. – Vol. 26(3). – P. 3-26.

10. Daly M.C. A Rising Natural Rate of Unemployment: Transitory or Permanent? / M.C. Daly, B. Hobijn, A. Sahin and R.G. Valetta – Federal Reserve Bank of San Francisco, Working paper 2011-05. September 2011 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.frbsf.org/publications/economics/papers/2011/wp11-05bk.pdf>.

11. David P.A. Path dependence – a foundational concept for historical social science / P.A. David // *The Journal of Historical Economics and Econometric History*. – 2007. – Vol. 1. – № 2. – P. 1-23.

12. Dobbs R. QE and ultra-low interest rates: Distributional effects and risks / R. Dobbs, S. Lund, T. Koller, and A. Shwayder. – McKinsey Global Institute, Discussion paper, November 2013. – 61 p.

13. США: укрепление жилищного рынка [Электронный ресурс]. – 2014. – Режим доступа: http://forexaw.com/NEWS/Macroeconomic_news_and_indicators/Macroeconomics_USA/Manufacture_USA/Construction_USA/Sales_in_primary_market_of_housing_USA.

14. Frank R. Does Quantitative Easing Mainly Help the Rich? [Электронный ресурс]. – 2012. – Режим доступа: <http://www.cnbc.com/id/49031991>.

15. Friedman B.M. Implementation of Monetary Policy: How Do Central Banks Set Interest Rates? / B.M. Friedman, K.N. Kuttner // NBER Working Paper №. 16165. – 2010.

16. Fuhrer J.C. The Estimated Macroeconomic Effects of the Federal Reserve's Large-Scale Treasury Purchase Program [Электронный ресурс] / J.C. Fuhrer and J.P. Olivei // Federal Reserve Bank of Boston. Public Policy Brief 2011-02. – 2011. – April. – Режим доступа: <http://www.bos.frb.org/economic/ppb/2011/ppb112.htm>.

17. Gagnon J. The Financial Market Effects of the Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchases / Gagnon J., Raskin M., Remache J.

and Sack B. // *International Journal of Central Banking*. – 2011. – Vol. 7 (March). – P. 3-43.

18. Ghayad R. What Can We Learn by Disaggregating the Unemployment-Vacancy Relationship? [Электронный ресурс] / R. Ghayad and W. Dickens // Federal Reserve Bank of Boston. Public policy Brief. – 2012. – № 12-3. – October. – Режим доступа: <http://www.bostonfed.org/economic/ppb/2012/ppb123.pdf>.

19. Global Financial Development Report 2013. Rethinking the Role of the State in Finance. – International Bank for Reconstruction and Development / The World Bank, 2012. – 194 p.

20. Hannon P. OECD Cuts Economic Growth Forecasts. [Электронный ресурс] / P. Hannon. – 2014. – Режим доступа: <http://online.wsj.com/articles/oecd-cuts-economic-growth-forecasts-1410771922>.

21. Hess C. Have We Underestimated the Likelihood and Severity of Zero Lower Bound Events? / C. Hess, J. Laforte, D. Reifschneider, J.C. Williams // *Journal of Money, Credit and Banking*. – 2012. – Vol. 44 supplement (February). – P. 47-82.

22. Hunter G. Hyperinflation is Virtually Assured [Электронный ресурс] / G. Hunter. – 2012. – Режим доступа: <http://usawatchdog.com/hyperinflation-is-virtually-assured-john-williams>.

23. Preferred Habitat Theory Definition [Электронный ресурс]. – 2009. – Режим доступа: <http://www.investopedia.com/terms/p/preferred-habitat-theory.asp>.

24. Kiley M. The Aggregate Demand Effects of Short- and Long-Term Interest Rates [Электронный ресурс] / M. Kiley // Finance and Economics Discussion Series 2012-54. Board of Governors of the Federal Reserve System, September. – 2012. – Режим доступа: <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2012/201254/201254abs.html>.

25. Klein M.W. Dollarization and trade / M.W. Klein // *Journal of International Money and Finance*. – 2005. – Vol. 24, № 6. – P. 935-943.

26. Meaning J. The Impact of Recent Central Bank Asset Purchase Programmes / J. Meaning and F. Zhu // *Bank of International*

Settlements Quarterly Review. – December 2011. – P. 73-83.

27. Dollarization: Demand of time or the result of mismanagement of economy [Электронный ресурс] // Munich Personal RePEc Archive. – 2014. – Режим доступа: <http://mpira.ub.uni-muenchen.de/58619>.

28. About Us [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://occupywallst.org/about/>.

29. President's Council of Advisors on Science and Technology. Report to the President on ensuring American leadership in advanced manufacturing. Executive Office of the President, Washington, DC. – 2011.

30. Putnam B. The Yellen Fed and US Labor Market Dynamics / B. Putnam and S. Azzaello. – CME GROUP, Market Insights. – 16 June 2014. – 11 p.

31. Randazzo A. How Quantitative Easing Helps the Rich and Soaks the Rest of Us. [Электронный ресурс]. – 2014. – Режим доступа: <http://reason.org/news/show/how-quantitative-easing-helps-rich>.

32. Randazzo, A. How Quantitative Easing Helps the Rich and Soaks the Rest of Us. [Электронный ресурс]. – 2012. – Режим доступа: <http://reason.com/archives/2012/09/13/occupy-the-fed>.

33. ФРС США объявила об окончании программы количественного смягчения [Электронный ресурс]. – 2014. – Режим доступа: http://russian.news.cn/economic/2014-10/30/c_133753020.htm.

34. The Federal Reserve System: Purposes and Functions. Ninth Ed. – Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, D.C., 2005. – 136 p.

35. How Quantitative Easing Affects Stock Market? [Электронный ресурс]. – 2014. – Режим доступа: <https://www.tradingview.com/v/cFnIIKNf>.

36. United Nations Development Programme. Human Development Report 2013. The Rise of the South: Human Progress in a Diverse World. – New York, USA, 2013. – 203 p.

37. Obama unveils manufacturing initiative [Электронный ресурс]. – 2014. – Режим доступа: http://content.usatoday.com/communities/sciencefair/post/2011/06/obama-unveils-manufacturing-initiative/1#.VCj53Gd_sio.

38. ФРС может понизить целевой уровень по безработице [Электронный ресурс]. – 2014. – Режим доступа: <http://www.vetifinance.ru/articles/35462>.

39. Перспективы развития экономики США в 2013 году [Электронный ресурс]. – 2014. – Режим доступа: <http://www.webecompu.ru/index.php?page=cat&newsid=1508&type=news>.

40. 2010 WFE: World Federation of Exchanges [Электронный ресурс]. – 2014. – Режим доступа: <http://www.world-exchanges.org/focus/2011-02/m-3-3.php>.

41. Exchange Rates Graph (US Dollar, Euro) - X-Rates [Электронный ресурс]. – 2014. – Режим доступа: <http://www.x-rates.com/graph/?from=USD&to=EUR&amount=1.00>.

42. Yellen J.A Painfully Slow Recovery for America's Workers: Causes, Implications, and the Federal Reserve's Response / J.L. Yellen / A Trans-Atlantic Agenda for Shared Prosperity. A Conference Sponsored by the AFL-CIO, Friedrich Ebert Stiftung and the IMK Macroeconomic Policy Institute. – Washington, D.C., 2013. – 18 p.

43. Абаева М. Что будет после повышения процентных ставок ФРС США – экспертное мнение / М. Абаева [Электронный ресурс]. – 2014. – Режим доступа: http://www.qbfin.ru/expert_opinion_4.html.

44. Андрюшин С. Денежно-кредитная политика и глобальный финансовый кризис: вопросы методологии и уроки для России / С. Андрюшин, В. Бурлачков // Вопросы экономики. – 2008. – № 11. – С. 38-50.

45. База данных Федерального резервного банка Сент-Луиса [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://research.stlouisfed.org/fred2>.

46. Банки США наращивают потребительское кредитование [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.rosbalt.ru/business/2014/09/22/1317753.html>.

47. Безруков В. Приоритеты денежно-кредитной политики в развитых странах / В. Безруков, Е. Матросова // Экономист. – 1997. – № 11. – С. 25-33.

48. Берг Э. Полная долларизация: преимущества и недостатки / Э. Берг, Э. Боренштейн / Международный Валютный

Фонд. – Вашингтон, Округ Колумбия, 2000. – 22 с.

49. Вишневский В. Инновации, институты и эволюция / В. Вишневский, В. Деметьев // Вопросы экономики. – 2010. – № 9. – С. 41-62.

50. МВФ: рост ВВП Китая составит 7,5% в 2014 году [Электронный ресурс]. – 2014. – Режим доступа: http://www.gazeta.ru/business/news/2014/06/05/n_6209925.shtml.

51. Объем выданных потребительских кредитов в США достиг нового рекордного уровня [Электронный ресурс]. – 2014. – Режим доступа: <http://www.teletrade.ru/analyticts/news/3388506>.

52. Данные агентства RealtyTrac о состоянии рынка недвижимости в США [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.realtytrac.com/home>

53. Евдокимова Т.В. Влияние денежно-кредитной политики на экономику США в посткризисный период [Электронный ресурс] / Т.В. Евдокимова // Россия и Америка в XXI веке. – 2013. – №1. – Режим доступа: <http://www.rusus.ru/?act=read&id=362>.

54. Ершов М.В. Мировой финансовый кризис. Что дальше? / М.В. Ершов. – М.: Экономика, 2011. – 295 с.

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

56. Замятин А.В. Современная денежно-кредитная политика США: дис. ... канд. экон. наук: спец. 08.00.14 / А.В. Замятин. – М., 2008. – 136 с.

57. Падение рынка недвижимости в США: стимул для покупок [Электронный ресурс]. – 2014. – Режим доступа: <http://www.regnum.ru/news/realestate/1845644.html#ixzz3K0o2Prez>.

58. Дефицит бюджета США в 2014 фингоду снизится на фоне увеличения налоговых доходов [Электронный ресурс]. – 2014. – Режим доступа: <http://www.interfax.ru/business/355956>. [Last Accessed 27 September 2014].

59. Как сворачивание QE сказывается на развивающихся рынках [Электронный

ресурс]. – Режим доступа: <http://finance.liga.net/economics/2014/3/5/opinion/37671.htm>.

60. Катасонов В. "Количественные смягчения", или Коррупция в особо крупных масштабах / В. Катасонов [Электронный ресурс] // Фонд стратегической культуры. – 2012. – Режим доступа: <http://www.fondsk.ru/news/2012/09/24/kolichestvennye-smjagcheniaili-korrupcija-v-osobo-kрупnyh-masshtabah-16720.html>.

61. Кругман П. Возвращение Великой депрессии? (The Return of Depression Economics) / П. Кругман / пер. с англ. В. Егоров. – М.: Эксмо, 2009. – 336 с.

62. Кузьменко В.П. Вплив бюджетно-податкової та грошово-кредитної політики на подолання криз і соціально-економічне зростання країн (практичний аспект) / В.П. Кузьменко, Л.Л. Макаренко, Н.В. Кузьменко, Л.П. Попадюк // Стратегічна панорама. – 2003. – №3-4. – С. 113-123.

63. Лактюшкин В. Как США достигают докризисных максимумов – фокус кредитной модели экономики [Электронный ресурс] / В. Лактюшкин. – Режим доступа: <http://www.odnako.org/blogs/kak-ssha-dostigayut-dokrizisnih-maksimumov-fokus-kreditnoy-modeli-ekonomiki>.

64. Левченко Д.В. Система рефинансирования как приоритетное направление развития денежной политики / Д.В. Левченко // Деньги и кредит. – 2005. – №7. – С. 32-39.

65. Мищенко С.В. Особенности регулирования денежно-кредитной сферы в период финансового кризиса [Электронный ресурс] / С.В. Мищенко. – Режим доступа: <http://www.ibl.ru/konf/031209/60.html>.

66. Міщенко В.І. Монетарний трансмісійний механізм в Україні / В.І. Міщенко, О.І. Петрик, А.В. Сомик, З.С. Лисенко. – К.: Центр наукових досліджень Національного банку України, 2008. – 144 с.

67. Моисеев С.Р. Денежно-кредитная политика: теория и практика / С.Р. Моисеев. – М.: Экономистъ, 2005. – 652 с.

68. Национальные тренды (Номинальный ВВП США) [Электронный ресурс] // Федеральный Резервный Банк Сент-Луиса. – Режим доступа: <http://research.stlouisfed.org/publications/net/page24.pdf>.

69. От Бернанке опять ждут денег [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://ria.ru/economy/20120912/748659806.html#14117511064663&message=resize&relto=register&action=addClass&value=registration>.

70. Пресс-релизы Комитета по операциям на открытом рынке [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/2012monetary.htm>.

71. ФРС запускает операцию "Твист" для поддержки экономики [Электронный ресурс]. – 2014. – Режим доступа: <http://top.rbc.ru/economics/21/09/2011/616713.shtml>.

72. Розанова Н.М. Политика поддержки конкуренции и промышленная политика в зарубежных странах / Н.М. Розанова // Экономический вестник Ростовского государственного университета. – 2006. – Т. 4, № 1. – С. 32-47.

73. Рынок труда: реакция на кризис (по материалам зарубежных стран). – М.: МЭМО РАН, 2011. – 185 с.

74. Скворцова Г.Р. Структурные и институциональные факторы экономического роста в зрелой рыночной экономике (на примере США): автореф. дис. ... канд. экон. наук: спец. 08.00.14 / Г.Р. Скворцова. – М., 2011. – 21 с.

75. Смирнов А. Кредитный «пузырь» и перелокация финансового рынка / А. Смирнов // Вопросы экономики. – 2008. – № 10. – С.4-31.

76. Статистика Бюро экономического анализа [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.bea.gov>.

77. Статистика Министерства труда США [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.dol.gov>.

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

79. США пытаются внедрить альтернативу доллару [Электронный ресурс] // Сайт информационного агентства "УНИАН". – Режим доступа: <http://economics.unian.net/finance/209247-ssha-puytayutsya-vnedrit-alternativu-dollaru.html>.

80. ФРС США сохранила процентную ставку, сократила объёмы программы QE [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.finmarket.ru/database/news/3815803>.

81. ФРС США: "количественное смягчение" экономики (QE1 – QE3) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://global-finances.ru/frs-ssha-kolichestvennoe-smyagchenie-e>.

82. Хейзен С. Долларизация: контроль риска имеет значение [Электронный ресурс] / С. Хейзен // Финансы & Развитие. – 2005. – №3. – С. 44-45. – Режим доступа: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/rus/2005/03/pdf/basics.pdf>

83. Data.worldbank.org, (2014). Industry, value added (constant 2005 US\$). [online] Available at: <http://data.worldbank.org/indicator/NV.IND.TOTL.KD> [Accessed 17 Dec. 2014].

84. Research.stlouisfed.org, (2014). Economic Research - St. Louis Fed. [online] Available at: <https://research.stlouisfed.org/> [Accessed 17 Dec. 2014].

85. Data.worldbank.org, (2014). Bank nonperforming loans to total gross loans (%). [online] Available at: <http://data.worldbank.org/indicator/FB.AST.NPER.ZS> [Accessed 17 Dec. 2014].

86. Federalreserve.gov, (2014). FRB: G.19 Release-- Consumer Credit. [online] Available at: <http://www.federalreserve.gov/releases/g19/current/default.htm#table2> [Accessed 24 Nov. 2014].

87. Imf.org, (2014). World Economic Outlook Database April 2014. [online] Available at: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/01/weodata/index.aspx> [Accessed 17 Dec. 2014].

Представлена в редакцию 29.10.2014 г.