

ЗАКОНОМЕРНОСТИ ПЕРВЫХ КРИЗИСОВ ГЛОБАЛЬНЫХ ФИНАНСОВ

© 2014 Шавшуков Вячеслав Михайлович
доктор экономических наук, профессор
Санкт-Петербургский государственный университет
99034, Санкт-Петербург, Университетская наб., д. 7-9
E-mail: v.shavshukov@gmail.com

Глобализация мировой экономики, функционирование глобальной экономической среды, глобальные кризисы - новые явления и тенденции мировой экономики. Им всего 30 лет. Мы современники этих процессов. Выявление закономерностей глобализации на уровне теории, достойной Нобелевской премии, за такой короткий исторический период чрезвычайно сложная научная задача. Настоящая статья сфокусирована на систематизации закономерностей первых кризисов глобальной экономики.

Ключевые слова: кризис ЮВА 1997 г., дефолт и кризис в России 1998-1999 гг., закономерности первых кризисов глобальных финансов.

В начале 80-х гг. XX в. сформировалась глобальная финансово-экономическая среда и система, одним из признаков которой стали кризисы глобальных финансов. Их колыбель - *i*-национальная экономика (Мексика -1994, Южная Корея - 1997, США - 2008); классическая природа - разбалансированность внутреннего рынка. В условиях глобальной экономики "волны финансового цунами" захлестывают другие экономики. Будучи сегментом мирового рынка, национальные финансы не выдерживают последствий от вывода активов глобального инвестора, что углубляет кризис.

Мировая наука достаточно всесторонне, комплексно проанализировала причины возникновения, механизмы распространения, последствия и антикризисные действия монетарных властей в первые кризисы глобальных финансов в Мексике¹, странах Юго-Восточной Азии² (ЮВА), России³, в глобальной экономике 2008-2009 гг.⁴. Исследования показали, что если мексиканский кризис пришел с валютного рынка, то в странах ЮВА его причины связаны с промышленным перепроизводством. Российский кризис 1998 г. явил себя как долговой, банковский. В российских работах проанализирована фактология его природы как клубок внутренних системных проблем экономики, ошибок в экономической политике и зависимости от конъюнктуры мировых рынков. Глобальный кризис 2008-2009 гг. рассмотрен в науке, главным образом, на уровне анализа краха ипотечного рынка США и антикризисных действий монетарных властей.

В ряде исследований выявлены некоторые закономерности возникновения и развития гло-

бальных кризисов⁵. Их механизмы, основные антикризисные рецепты и направления формирования новой архитектуры стабильной финансовой системы в общем виде науке понятны, не всегда ясны глубинная природа и основное звено решения коренных проблем посткризисной рецессии мировой экономики.

Несмотря на то, что природу глобальных кризисов исследовали лауреаты Нобелевской премии П. Кругман (азиатский кризис 1997 г.), Ю. Хама, Дж. Стиглиц (глобальный кризис 2008-2009 гг.), премия Шведского государственного банка по экономическим наукам памяти Альфреда Нобеля никогда не присуждалась за исследования по глобальной экономике, глобальным финансам, глобальным кризисам. С 1980 по 2013 г. были присуждены 33 премии, из которых 8 (24 %) - за экономико-математические модели в экономике, 7 (21%) - за развитие общей теории рынков, 16 (49%) - за общие вопросы экономической теории.

Потребность в современном развитии концептуальных основ современной экономической теории была обусловлена тем обстоятельством, что неоклассическая, неокейнсианская и монетаристская школы нуждались в осмыслении новых явлений в мировой экономике конца XX - начала XXI в. Теоретическому анализу нового, наивысшего уровня Нобелевской оценки стали основополагающие теории "деловых циклов", "поведения человека", "экономической организации", "экономического роста", "цен", "финансовых рынков", "транзакционных издержек". Доминирование математических исследований среди Нобелевских премий объясняется потребностью ухо-

да науки, законодателя и рынков от описательно-го характера экономических работ, который не обеспечивал количественную и качественную вариативность анализа, сценариев, прогнозов, закономерностей.

Кризис в странах ЮВА 1997 г.

Летом и осенью 1997 г. в странах ЮВА произошло резкое и мощное давление на валютном рынке. В Таиланде и Индонезии это привело не просто к сокращению валютных резервов, а к изменению валютной политики государств. Правительства отказались от искусственного поддержания национальных валют и перевели дивизы в свободное рыночное плавание. В Южной Корее снижение курса вон привело к обвальному падению котировок акций. Потребовалась срочная финансовая помощь со стороны МВФ в размере 15 млрд долл.

Общими причинами кризиса стали: инфляционное давление (вздутие цен на собственность и акции вызвало внутренний дефицит); искусственное удержание курсов валют; непрозрачность финансового сектора; практика рискованного кредитования правительств; кризис доверия по отношению к банкам; недооцененность рисков зарубежными инвесторами и рейтинговыми агентствами; переоцененность доходности местных финансовых активов; дефицитность платежных балансов.

Несмотря на то, что МВФ не пришел к выводу о разрушительной роли международных фондов и ТНБ в ЮВА, именно профессиональные игроки рынка инициировали обвал валют, а затем ценных бумаг ряда стран региона. По оценкам МВФ, 6 крупных международных фондов могли мобилизовать для спекулятивных операций на финансовом рынке до 900 млрд долл. Фонды, борясь против переоцененных ценных бумаг в национальной валюте, ударили по тайскому бату, малазийскому риялу, корейскому вону. Резервов ЦБ этих стран не хватило для удержания валют от девальвации.

Таким образом, корни кризиса - внутренние (дефицит торгового баланса, переоценка финансовых активов, плохие кредиты, валютный коридор, недостаток резервов), разжигание очага - внешний фактор (инвесторы стремились избавиться от переоцененных ценных бумаг, начали выводить капиталы, возросла нагрузка на валютном рынке). Стратегически международные ин-

вестиционные фонды (сердцевиной которых являлся американский капитал) “свалили” “молодых тигров” ЮВА. Присоединение новых индустриальных стран (НИС) ЮВА к теряющей свои позиции Японии не соответствовало экономическим интересам США и Западной Европы. Фонды фактически выполнили эту миссию.

Кризис в ЮВА произошел на фоне фондового бума 1990-х гг., приведшего к переоценке как развивающихся, так и развитых рынков. В качестве важного фактора, подпитывающего этот бум, стали иностранные инвестиции, что привело к росту дефицита платежного баланса стран, отражающего разницу между тем, сколько страна инвестирует, и тем, сколько сберегает за счет импорта капитала.

Влияние кризиса на потоки капитала в мировой экономике. В 90-е гг. XX в. 40 % чистых частных потоков мирового капитала направлялись в Азию. Кризис сократил поток на 54 % (70 млн долл.)⁶ Слияния и поглощения компаний и банков стали главной движущей силой роста прямых иностранных инвестиций, особенно в развивающихся странах. Кризис 1997-1998 гг. привел к фокусированию в 1999 г. потоков инвестиций между Западной Европой и США (доля последних составляла 30 %). Дефицит текущего платежного баланса латиноамериканских стран стал в 1997 г. копией дефицитов стран ЮВА.

Испытали давление кризиса, прежде всего, развивающиеся страны: произошел рост спрэдов на денежном рынке и премий на валютном; снизились темпы экономического роста с 6,0 до 5,75 %; сократился объем ВВП в Индии, ослаб рупий; Бразилия и Аргентина провели превентивные меры: увеличили резервы и спрэды по суверенному долгу, что несколько сократило темпы инфляции. Россия, Чехия, Эстония, Украина испытали сильное давление кризиса, ставшее результатом дефицита платежного баланса, слабой собираемости налогов. Китай - единственная страна из группы развивающихся - сохранил “иммунитет”, поскольку проводил политику привлечения прямых иностранных инвестиций, ограничения финансовых спекуляций, создания значительных валютных резервов, плюсового текущего платежного баланса, слабого юаня.

Международные рынки капитала также испытали давление волны кризиса ЮВА. На зрелых рынках капитала в 1994-1997 гг. произошло сокращение процентных ставок (как следствие

фискальной консолидации, уменьшения уровня инфляции, увеличения конкуренции на международном банковском рынке). С другой стороны, на фоне быстрого роста цен на рынке капитала США и ожиданий инвесторов увеличения доходов возникла обеспокоенность негативного воздействия на развивающиеся рынки возможной коррекции зрелых рынков.

Глобализм мировых финансов явился не только фактором кризиса, но и стал главным условием его преодоления. В октябре - ноябре 1997 г. девальвация валют стран ЮВА составила 30 %, фондовые индексы региона упали на 18 %, а ведущих западных бирж - на 9-10 %, России - на 16 %, Бразилии - на 10 %. Для мировых фондовых индексов характерна не только синхронность флуктуации, но и определенная закономерность в разрыве падения/роста индексов мировых финансовых центров и развивающихся рынков. Осенью 1997 г. разрыв индексов наблюдался с коэффициентом 2-3 (падение индекса *DJIA* составило 4,7 % против падения индексов развивающихся рынков: *PTC* - 15,67 %, *Bovespa* - 10,20 %, *Hang Seng* - 18 %) ⁷.

Дефолт и кризис в России 1998-1999 гг.

17 августа 1998 г. Правительство РФ и ЦБ в совместном заявлении объявили о дефолте по внешним обязательствам в иностранной валюте. Россия вошла в полосу кризиса. Ядром финансового кризиса стала банковская система. Отказ государства по своим обязательствам на рынке ГКО, введение моратория на исполнение резидентами внешних обязательств капитального характера, девальвация рубля привели к замораживанию 60 % банковских активов (22 % по государственным бумагам и 40 % по проблемным кредитам), которые на фоне совокупной внешней задолженности в размере 30 млрд долл. привели системообразующие банки к потере ликвидности (уже 20 августа) и к дефолту.

Прослеживаются четыре причины краха системообразующих банков и кризиса банковской системы страны.

1. *Серьезные просчеты проводимой в 1990-е гг. макроэкономической политики.* Внутренняя конвертируемость рубля поддерживалась исключительно положительным чистым экспортом сырьевых отраслей, иностранными кредитами и сжатием денежной массы. Рост курса доллара усиливал неэффективность, нерента-

бельность и неконкурентоспособность национальной обрабатывающей промышленности, препятствовал притоку кредитных ресурсов в основные средства, определил краткосрочный характер кредитного портфеля (до 1 года) и его концентрацию на 4/5 в финансовом секторе, институтах государственного управления и государственных унитарных предприятиях (ГУП) под государственную гарантию. Для поддержания ликвидности банки ушли в государственные бумаги и "голубые фишки".

Валютная политика ЦБ, опирающаяся на валютный коридор и интервенции, строилась на привязке к валютному якорю - доллару США. Однако перманентная потеря курсовых ориентиров приводила то к недооценке рубля в начале 1990-х гг., то к его переоценке в их середине. Валютная политика, построенная на искусственном удержании курса в рамках коридора, не стимулировала развитие обрабатывающей промышленности и не могла долго проводиться, поскольку доходная часть госбюджета и резервы опирались только на мировые цены энергоносителей и обязательную продажу валютной выручки (дошедшую до 75 %). Обвал рынка нефтепродуктов в 1998 г. до 9 долл. за баррель способствовал краху проводимой валютной политики скользящей привязки в долларовому якорю. Гибкие системы привязки себя не оправдали не только в России, но и в Польше, странах ЮВА, Бразилии.

2. *Несоблюдение принципа добросовестной конкуренции свободного от монополизма рынка при построении российской банковской системы.* Основу системы составляли бывшие специализированные госбанки и 400 банков с государственным участием. Бюджетные счета стали основой возвышения ряда уполномоченных частных банков, получавших к ним доступ на преференциальной основе. Процесс концентрации и централизации банковского капитала в Москве сопровождался дискриминацией периферийных банков.

3. *Родовые слабости банковской системы.* Они обезоружили кредитные институты перед лицом мгновенной утраты доверия к ним и 30 % девальвации рубля. Укажем, в частности, на дефицит свободного капитала (с разбросом показателей от 12 млн долл. до 475 млн долл.) у большинства ведущих банков, на большие операционные расходы, недостаток резервирования и потерю ликвидности. Проблемы ликвидности накап-

ливались в результате несовпадения активов и пассивов по срокам погашения (сумма разрывов, взвешенная с учетом риска, составляла к активам минус 40-70 %), низкого качества кредитного портфеля (высокие риски, неквалифицированная оценка бизнес-планов, просроченная задолженность по РСБУ 2-4 %, а по МСБУ 80-90 % и связанное кредитование до 20%).

4. *Неэффективность применения командной системы управления, предполагавшая организационную структуру с параллельными моновалютными подразделениями, отсутствием центров прибыли и затрат, хозрасчетного бюджетирования филиалов, с игнорированием такого менеджерального потенциала, как делегирование ответственности и полномочий низшим звеньям управления и исполнения.* Система управления рисками (процентными, валютными, рыночными и суверенными), персоналом, активами и пассивами была не только неэффективной, но и недемократичной. Для банков была характерна закрытость финансовой отчетности, трудность рыночного входа в ОАО, дискриминация миноритарных акционеров. Банки сумели создать систему хеджирования от отдельных рисков, но кризиса денежно-кредитной системы спрогнозировать не смогли.

Глубокий и многофакторный банковский кризис потребовал анализа различных сценариев выхода из него. В их числе рассматривались национализация банков, спасение ведущих банков с помощью стабилизационных кредитов ЦБ, регионализация банков, выплата внешних долгов, реструктуризация долгов, обмен долга на акции. ЦБ пошел по пути санации проблемных банков с помощью Агентства по реструктуризации кредитных организаций (АРКО) и различных схем реструктуризации долга.

Значительная внешняя кредиторская задолженность ведущих банков (в среднем 100-200 млн долл.) сделала проблему внешних обязательств системообразующих банков центральной в восстановлении их кредитоспособности. Позиции сторон на переговорах по реструктуризации долга отражали различное финансовое положение и накопленный международный опыт управления долгом. Российские банки стремились объединить всех иностранных кредиторов, невзирая на виды обязательств (синдицированные кредиты, форвардные контракты на поставку валюты, аккредитивы, авалированные векселя клиентов), и

добиться их реструктуризации на срок не менее 3 лет. Иностранные банки предлагали либо погасить задолженность по соглашениям по курсу до 17 августа 1998 г. с реструктуризацией остатков на 1+2 года, либо вернуть 30-40 % обязательств, т.е. той части сделок, которая была не застрахована. В целом, позиции банков-кредиторов были не однозначны, как разнообразна сама группа кредиторов. Более жесткую позицию занимали инвестиционные банки, росзагранбанки и банки Восточной Европы. Пример конструктивности демонстрировали коммерческие банки, прежде всего германские. Это было обусловлено небольшими рисками на одного российского заемщика (0,02-0,03 % к собственному капиталу). Не все российские банки выбрали путь цивилизованного решения проблемы внешних долгов. Процедуру реструктуризации по стандартам международных рынков прошло только несколько банков. В их числе Конверсбанк, Газпромбанк, Автобанк, ОАО "ПСБ". Международные рынки учли это в кредитной и рейтинговой истории в ходе возвращения данных банков на международные финансовые рынки в 2001-2003 гг. Это отразилось на условиях будущих сделок, ибо финансы корпораций стабильны, если они встроены в глобальные, точно так же, как национальная экономика более эффективна, если является органической частью глобальной.

Выход из кризиса банковской системы осуществлял ЦБ. Его оперативные антикризисные меры были профессиональны и своевременны (многосторонний банковский клиринг, перевод депозитов 8 коммерческих банков в Сберегательный банк РФ, выдача ломбардных и стабилизационных кредитов, уменьшение нормативов обязательного резервирования). Одновременно ЦБ приступил к разработке программы реструктуризации банковской системы. Но ее разработка оказалась чрезвычайно трудной из-за стремления некоторых политических сил понизить статус ЦБ и провести огосударствление банковского сектора. В итоге только к концу 2001 г. Государственная дума, ЦБ и Правительство определились со стратегией развития банковского сектора. Базовыми ее направлениями стали увеличение капитальной базы до 5 млн евро (для повышения кредитоспособности), переход с 1 января 2004 г. на МСБУ, увеличение прозрачности кредитных институтов (консолидированный баланс, получение международных рейтингов, обеспечение рыночного входа в ОАО и прав миноритарных акционеров), поворот к кредитованию основных средств предприя-

тий (с помощью политики снижения процентных ставок и синдицированного займа, а также создания кредитных бюро), восстановление доверия к КБ (путем создания Фонда страхования вкладов), создание конкурентной среды (путем, в частности, постепенного выхода ЦБ из капитала Сбербанка РФ, ВЭБ, Внешторгбанка, росзагранбанков).

Научный и практический интерес представляет сравнительный анализ макроэкономических показателей России в 1998 и 2013 гг. на дату 17 августа - день объявления дефолта РФ (см. таблицу).

15 лет спустя после “дефолта 1998” макроэкономическое положение России радикально изменилось: цена нефти - важнейший индикатор и

туре внешнего госдолга доля еврооблигаций составляла 27 %, а к 2013 г. выросла в 2,6 раза до 69,1 %. Экспортные возможности страны ограничены, внешнеэкономические перспективы ухудшатся в свете возможного создания зоны свободной торговли между США и ЕС (наподобие NAFTA) или Северной Америкой и Европейским союзом (TAFTA - Trans Atlantic Free Trade Agreement). Поэтому для таких крупных экспортеров, как Китай, Индия, Россия, выход один - ориентация на внутренний рынок и БРИКС. Ключевыми индикаторами роста могут быть доступные “длинные деньги”, умеренно-низкая инфляция (одновременно низкой инфляции и высокого роста достичь невозможно), PPP (Private Public

Сравнительные макроэкономические показатели РФ, 1998 и 2013 гг.*

Ключевые показатели	Дата	
	17 августа 1998 г.	17 августа 2013 г.
Цена нефти марки Urals, фьючерсный контракт, барр./долл.	7,80	110,6
Государственный внешний долг/ВВП, %**	29	24,37
ВВП за предыдущий год, млрд долл.	431,45	2,051
Международная ликвидность, млрд долл.	17,5	514
Уровень инфляции за предыдущий год, %	11	6,6
Темп роста ВВП, %	0,4	3,4
Курс доллара	6 (в рамках валютного коридора 6-9,5)	32,9421 (в рамках коридора бивалютной корзины 32,05-39,05)

* Составлено по: Russia's black august: 15 years on. Ruble much reduced. URL: www.rt.com/business/risks/Russia; Нефть России. URL: www.oil.capital.ru/com; *Ведев А., Шарипова Е.* Проблемы управления внешним долгом. URL: www.vedi.ru/s_sr/cr01; URL: www.minfin.ru/debt/php; Date temple on international reserves and foreign currency liquidity. Russia, \$mln, June 2013. URL: www.cbr.ru/end/statistics.

** Для сравнения: внешний долг Германии и США составлял в 1997 г. 57 %, а в 2013 г. - 66 %.

источник доходов - устойчиво более 100 долл. за баррель; государственный внешний долг в 2 раза ниже пороговых значений МВФ (60 %/ВВП); ВВП увеличился в 4,76 раза с мощной “подушкой безопасности” - международной ликвидностью в размере 514 млрд долл., выросшей в 29,4 раза; уровень инфляции сократился в 1,66 раза; темп роста ВВП вырос в 8,5 раза. Ключевыми источниками экономического роста стала благоприятная рыночная конъюнктура на углеводороды и эффективный для экспорта курс \$1/RUR25-32.

В 2013 г. перед Россией остро встал вопрос о новых источниках и условиях экономического роста. Ценовой фактор нефти и газа исчерпан, или почти исчерпан, а техническая девальвация рубля невыгодна обрабатывающей промышленности. Международные финансовые рынки нестабильны, поэтому риски высоки (в 1998 г. в струк-

Partnership) в крупные инфраструктурные проекты национального масштаба и High-tech.

Закономерности первых кризисов глобальных финансов

Первые кризисы глобальных финансов (Мексика - 1994, ЮВА - 1997, Россия, Чехия, страны Балтики - 1998, Турция - 1999, Аргентина, Бразилия - 1999-2000) носили скорее региональный, нежели глобальный характер. Вместе с тем это была “проба глобального пера”, коридоры распространения кризисов были широки и достаточно далеки (волны кризиса 1997 г. стран ЮВА быстро докатились до финансовых рынков России; слабая банковская система пошатнулась, но устояла), отрабатывались закономерности глобального кризиса, которые в полной мере проявились в кризисе 2008-2009 гг.

Общие причины кризисов 1990-х гг. Причины всегда носили внутренний характер, внешний фактор (действия ТНК, ТНБ, паевых фондов) усугублял макроэкономическую ситуацию. На кризис работало инфляционное давление (рост внутренних цен на акции и собственность вызывал внутренний дефицит) и дефицитность платежных балансов. Искусственное удержание центральными банками курса валют в рамках валютного коридора и привязки к валютному якорю не обеспечивали стабильности курса и приводили к девальвации. Непрозрачность финансового сектора, практика рискованного кредитования правительств, кризис доверия к национальным банкам имели следствием недооцененность рисков зарубежными инвесторами и рейтинговыми агентствами и переоцененность доходности локальных финансовых активов. В этих условиях “глобальный инвестор”, выполняя свои обязательства перед инвесторами и акционерами, вынужден был выводить активы, номинированные в национальной валюте, что обрушивало стабильность ее курса и способствовало девальвации.

Наряду с общими причинами кризисов, в каждой стране были специфические. Так, в России в 1998 г. внутренние слабости банковского сектора - дефицит свободного капитала, низкая ликвидность и надежность, плохое управление активами и пассивами, валютными и процентными рисками - привели к краху банковской системы.

¹ См.: *Осокина Н.* Мексиканский экономический кризис 1994 г. // *Обозреватель - Observer*. 1998. № 10 (105). URL: www.rau.su/observer/№10_98/10_13 HTML; *Obstfeld, M.* The logic of currency crises // *Cahiers Economiques et Monetaires*. 1994. № 43. P.189-213; *Ozkan F.G., Sutherland A.* Policy Measures to avoid a currency crises // *Economic J*. 1995. № 105. P. 510-519.

² См.: *Меньшиков С.* Азиатский финансовый кризис и мировая экономика // *Проблемы теории и практики управления*. 1998. № 2. С.40-44; *Burnside C., Eichenbaum M., Rebelo S.* Prospective Deficits and Asian Currency Crisis // *World Bank Working Paper*. 2000. № 2174 (in the Agriculture Land, Commodity prices, Market series); *Шавиуков В.М.* Формирование российского сегмента глобальных финансов. СПб., 2001. С. 128-169; *Allen F., Gale F.* Bubbles and Crises // *Economic J*. 2000. № 110. P. 236-255; *Burnside C., Eichenbaum M., Rebelo S.* Prospective Deficits and Asian Currency Crisis // *World Bank Working Paper*. 2000 ; № 2174 (in the Agriculture Land, Commodity prices, Market series); *Demirguc-Kunt, Detragiache, Asly & Enrica.* The Determinants of Banking Crises in Developing and Developed countries // *IMF Staff*

Papers. 1998. Vol. 45, № 1. P. 81-109; *Hunter W., Kaufman G., Kruger T.* The Asian financial crises, origins, implications and solutions. Boston, 1999; *Krugman P.* What happened in Asia? URL: <http://www.hartford-hwp.com/archives/50/010.html>.

³ См.: *Гайдар Е.Т., Чубайс А.Б.* Развилка новейшей истории России. СПб., 2011; Заключение временной комиссии Совета Федерации по расследованию причин, обстоятельств и последствий дефолта 1998 г. URL: www.glazev.ru; *Лунтовский Г.А. Зайцева З.З.* Процедурные проблемы банкротства российских коммерческих банков // *Экономические науки*. 1999. № 1. С. 76-77; *Шавиуков В.М.* Указ. соч. С. 170-207; *Шохин А.Н., Журавлев С.Н.* Финансово-экономический кризис, причины и меры по выходу // *Экономические науки*. 1999. № 1. С. 15-26.

⁴ См.: *Аттали Ж.* Мировой экономический кризис... А что дальше? СПб., 2009; *Кризис альтернативы будущего: антология* / под ред. А. Бузгалина, П. Линке. М., 2010; *Льюис М.* Большая игра на понижение. Тайные пружины финансовой катастрофы. М., 2011; *Мировой финансовой кризис и экономическая безопасность России: анализ, проблемы и перспективы*. М., 2010; *Мировая финансовая система после кризиса: оценка и прогнозы*. М., 2009; *Сорос Дж.* Первая волна мирового финансового кризиса: промежуточные итоги. Новая парадигма финансовых рынков. М., 2010; *Роговский Е.А., Васильев В.С.* Глобальная экономика и фактор Гринспена // *США и Канада: экономика, политика, культура*. 2008. № 11; *Стиглиц Дж.* О международной валютно-финансовой системе: уроки глобального кризиса // *Доклад финансовой комиссии ООН*. М., 2012; *Архипова В.В.* Глобальный финансовый “пузырь”: области возникновения, география, каналы распространения // *Экономические науки*. 2014. № 4. С. 143-154; *Миренский Д.В.* Нетрадиционная монетарная политика стран-лидеров в условиях глобального финансово-экономического кризиса и посткризисного восстановления экономики // *Экономические науки*. 2013. № 2. С. 37-41; *Шакирьянова А.И.* К вопросу о модели секьюритизации ипотечных активов на основе краткосрочных долговых ценных бумаг // *Экономические науки*. 2013. № 9. С. 65-68.

⁵ См.: *Berg A., Borenstein G.M., Millesi-Feretti, Patillo C.* Anticipating balance of payment crises - the role of early warning systems // *IMF Occasional paper*. № 186; *Blustein P.* Chasteuing: Inside the crises that rocked the global financial system and humbled the IMF. Maharashtra, 2001; *Edison H.* Do Indicators of financial crises Work? An Evaluation of early warning system // *Board of Governors of the FRS International Finance Discussion*. 2000; *Kaminsky G., Lizondo S., Reinhard C.M.* Leading indicators of Currency crises // *IMF Staff Papers*. 1998. Vol. 45, March (1). P. 1-48.

⁶ World bank. Annual Report 2012. URL: http://databank.worldbank.org/data/download/WDI_exsel.zip.

⁷ Рассчитано по: *The Wall Street Journal*, 1997-1998; *Financial Times*, 1997-1998.