

УДК 336

А. П. Горюнов

МИРОВОЙ ФИНАНСОВО- ЭКОНОМИЧЕСКИЙ КРИЗИС И ЕГО РОССИЙСКИЕ ПРОЯВЛЕНИЯ

Рассмотрены основные причины современного мирового экономического кризиса, главное противоречие которого заключается в превышении суммарно аккумулированного американской экономикой капитала, который мог быть обеспечен доходами самой этой экономики.

Кризис, счет текущих операций, дефицит, банковская система, финансовый сектор, реальный сектор, государственный бюджет, экспортер, импортер, кредитор, заемщик, инфляция, дефляция.

Текущий мировой экономический кризис не имеет аналогов в истории последних 60 лет. Его все чаще сравнивают с Великой депрессией, как самым близким прецедентом, как по времени, так и по характеристикам. Действительно, темпы и масштабы падения основных показателей экономической и финансовой деятельности сегодня вплотную подходят к таковым в капиталистических экономиках 1929—1932 гг. В то же время по «географической широте охвата» современный кризис не имеет себе равных.

С теоретической точки зрения этот кризис вполне вписывается в концепцию перепроизводства капитала. Согласно этой классической концепции (см., напр.: [6]) периодически часть применяемого капитала становится излишней в том смысле, что получение нормальной нормы прибыли на эту часть капитала становится невозможным. В случае современного кризиса в ряду основных причин его возникновения принято называть (см., напр.: [1; 2; 13]):

© Горюнов А. П., 2009

Статья подготовлена при поддержке проектов ДВО РАН № 09-I-П26-02 и № 09-I-П24-01.

- дерегулирование финансовых рынков в развитых странах и глобализацию финансовой системы;
- сомнительные «инновации» в области оценки рисков и секьюритизации ипотечных долгов в США;
- политику низких процентных ставок в США в 2001—2003 гг.;
- политику повышенного сбережения в странах Восточной Азии.

Все эти причины, несомненно, сыграли свою роль в формировании условий для смены продолжительного и бурного роста мировой экономики и финансовой сферы резким и мощным спадом. Однако в действительности следует выделить в качестве главного обстоятельства, обусловившего объективную неизбежность кризиса, макроэкономический дисбаланс мировой экономики, вызванный фактическим кризисом счета текущих операций в США (см., напр.: [8]). Именно этот дисбаланс стал «спусковым крючком» формирования системного кризиса глобальной финансовой системы в ее сегодняшнем виде.

К 2005 г. экономика США потребляла около 80% всех излишков сбережений в мировой экономике. Под излишками понимается та часть сбережений, которая не инвестируется в экономику их производящих. В том же 2005 г. центральные банки стран-экспортеров финансировали 90% дефицита торгового баланса США, причем большая часть этого финансирования приходилась на развивающиеся страны Восточной Азии, среди которых первое место занимал Китай [14]. США аккумулировали огромный капитал, который, как будет показано ниже, применялся в экономике самих США. Суммарно аккумулированный американской экономикой капитал намного превысил размер капитальной стоимости, который мог быть обеспечен доходами самой этой экономики. Именно в этом заключается главное противоречие, разрешающееся в ходе современного кризиса.

Система «двух двигателей глобальной экономики» — гигантского дефицита сальдо счета текущих операций США с одной стороны, и жестких привязок валют стран Восточной Азии к доллару, финансирующих этот дефицит, с другой, была впервые описана и проанализирована Гарбером, Дули и Фолкертс-Ландау в 2003 г. [9]. В результате своего анализа эти авторы пришли к выводу о том, что данная система вполне стабильна и обречена на существование в течение целого поколения, вплоть до окончания перетока излишков трудовых ресурсов в Китае из сельского хозяйства в промышленность. Другие исследователи были менее оптимистичны в своих оценках перспектив этой системы: Майкл Мусса в 2003 г. предсказывал ее крах через 4 года, Рубини в 2005 г. [14] — через 2 года. Оба оказались совершенно правы в своих оценках срока жизни этой системы.

Главным фактом американской экономики в последние семь-восемь лет

следует считать: в ситуации, когда ответственность за финансирование массового и многолетнего дефицита государственного бюджета практически целиком ложится на иностранные центральные банки, финансовому сектору становятся доступны значительные и дешевые дополнительные ресурсы. В отсутствие внешнего финансирования дефицита, расходы по нему легли бы на плечи финансового и реального секторов внутренней экономики, отвлекая инвестиционные ресурсы вследствие эффекта вытеснения.

Анализ соотношения долей иностранных и частных отечественных (за вычетом участия ФРС) держателей государственных облигаций США в общем их объеме за период с 2000 г. по III квартал 2008 г. (рис. 1) демонстрирует, что доля отечественной экономики США (финансового и реального секторов в совокупности) в финансировании бюджетного дефицита снижалась на протяжении всего рассматриваемого периода и уменьшилась с 47,3% в 2000 г. до 28% в 2007 г.

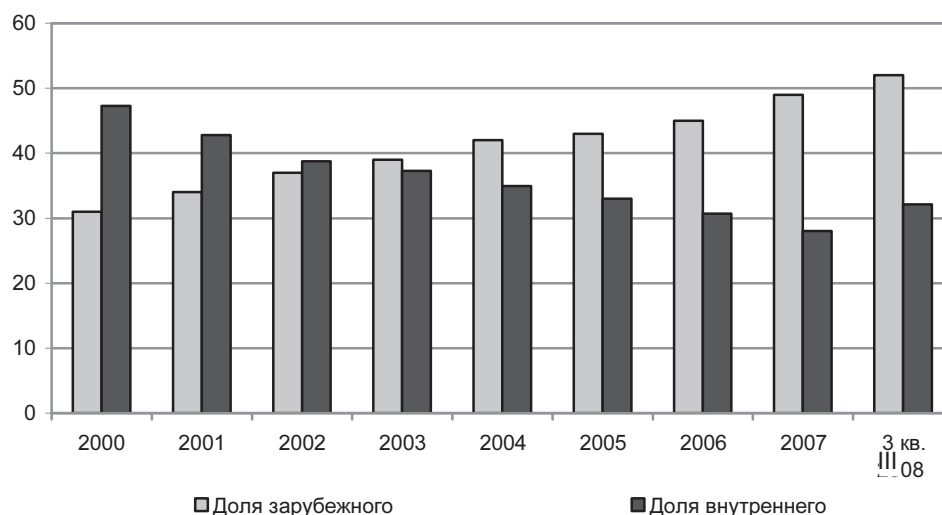


Рис. 1. Внешнее и внутреннее финансирование государственного долга США, 2000—2008 гг. %

Источник: Securities Industry and Financial Markets Association, расчеты автора.

За три квартала 2008 г. впервые эта доля выросла на 4,1 п. п. по сравнению с 2007 г. Однако это было обусловлено резким ростом заимствований федерального правительства в связи с предпринимаемыми им антикризисными мерами.

Доля иностранных кредиторов также выросла в 2008 г., но этот рост был меньше роста доли отечественной экономики (3,1 п. п. против 4,1 п. п.). Это объясняется кризисом долларовой ликвидности в мировой экономике, со-

кращением торговых профицитов стран-экспортеров — основного источника финансирования государственного долга США и масштабностью дополнительных заимствований. Только за три квартала 2008 г. объем облигаций в обращении вырос на 12,6%, причем это без учета еще более чем 500 млрд долл., занятых казначейством США в IV квартале. Для сравнения, средний темп прироста выпуска государственных облигаций за период 2000—2007 гг. составил 6,4% против 4,9% в 2004—2007 гг.

Таким образом, дефицит государственного бюджета США в период 2000—2007 гг. явился источником дополнительных ресурсов, оплаченных иностранными кредиторами. Это вызвало мощный рост финансового сектора США и связанных с ним секторов в развитых странах. Освобожденный от обязанности кредитовать государство, финансовый сектор США увеличил кредитование сектора частного (рис. 2). Аналогичный процесс протекал и в Европейском союзе, но в США этот рост был гораздо более быстрым и устойчивым.



Рис. 2. Прирост кредита частному и государственному секторам в США и Еврозоне, 2000—2008 гг., млрд долл. — левая шкала, млрд евро — правая шкала

Источник: МВФ.

В период 2000—2003 гг. тенденции государственного кредитования в США вполне соответствовали постулатам противочиклической макроэкономической политики: превратившись в чистого заемщика в период рецессии, фи-

нансовый сектор начал возмещать долги после восстановления роста. Однако после 2003 г. в действие вступил уже механизм, описанный выше, обусловивший сокращение размеров государственного кредитования. В результате в период 2003—2008 гг. прирост банковских активов составил 73%, в то время как прирост промышленного производства только 5,7% (рис. 3). Этот разрыв объясняется, с одной стороны, тенденцией более быстрого роста финансового сектора (в отсутствие жестких нормативных ограничений) по сравнению с реальным сектором экономики, с другой стороны — общей для реального сектора всех развитых экономик тенденцией «неспешного» роста с высокого старта, усугублявшейся в случае США значительным торговым дефицитом.

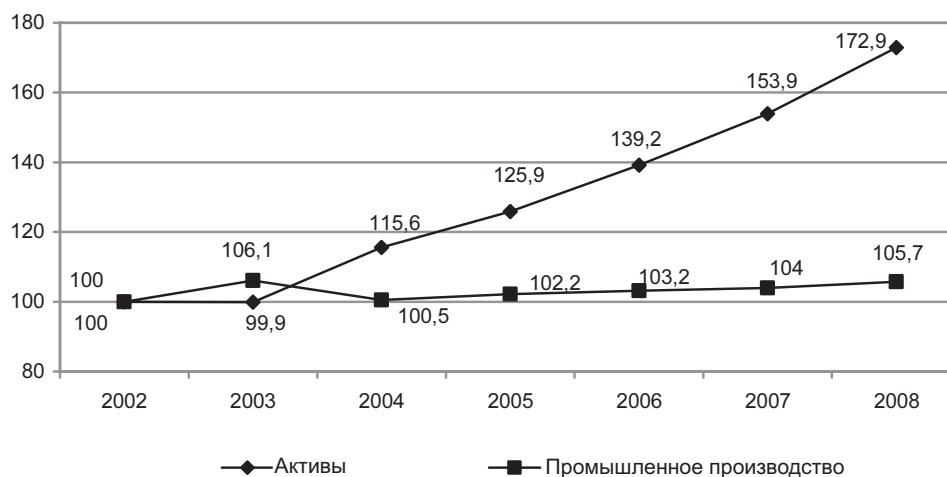


Рис. 3. Активы банков и промышленное производство в США, %, 2002—2008 гг.; ноябрь 2002 г. = 100

Источники: данные Федеральной резервной системы США (Federal Reserve Board), расчеты автора.

Этот разрыв в темпах роста финансового и реального секторов обусловил превышение предложения кредитов финансовым сектором над спросом на них со стороны реального производства. Дефицит спроса со стороны реального сектора экономики был компенсирован повышением спроса со стороны домашних хозяйств. Единственным фактором, препятствовавшим широкомасштабной кампании по кредитованию домохозяйств, была стагнация их реальных доходов (рис. 4). В период 2001—2004 гг. совокупные доходы домохозяйств оставались практически неизменными, а в период 2004—2007 гг. их рост был сконцентрирован главным образом в верхнем дециле населения и был обусловлен ростом доходов от финансовых активов, который, в свою очередь, был вызван ростом цен на эти активы вследствие расширения финансовой системы.

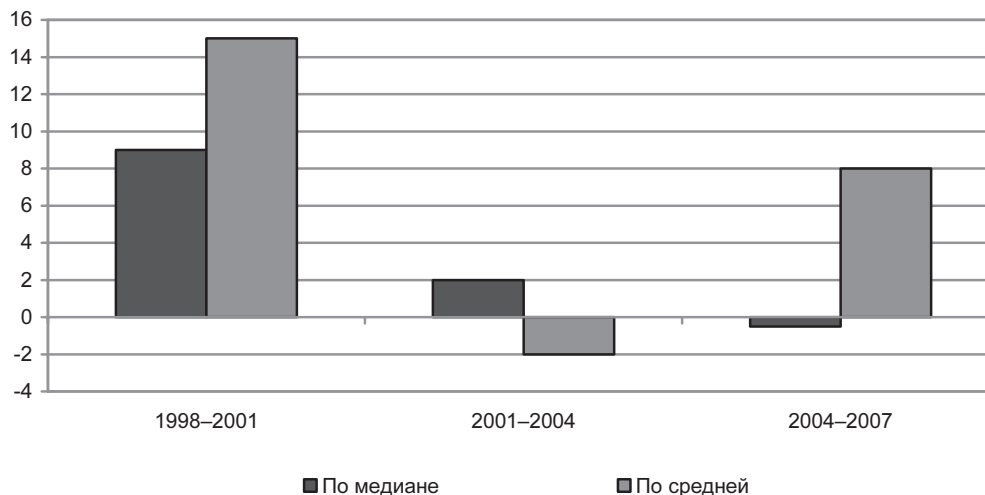


Рис. 4. Изменение доходов домохозяйств в США, %, 1998—2007 гг.

Источник: Federal Reserve Board, Survey of consumer finances, 2009.

Другими словами, даже тот рост доходов, который присутствовал с 2001 г. в США, был вызван ростом богатства, в первую очередь стоимости недвижимости (жилья), что было обусловлено ростом цен на жилье. А рост цен на жилье был, в свою очередь, спровоцирован ростом объемов кредитования. В период 1999—2006 гг. цены на жилье в США выросли на 70%, в точности повторив взлет финансовой системы. Образовался своеобразный замкнутый круг. Расширение кредитования ориентировалось на ожидание роста доходов в будущем — индикатором будущего роста доходов являлся рост цен на имущество — рост последних провоцировался ростом объемов кредитования. Неизбежным результатом стало стремительное раскручивание этой зависимости в обратном направлении после крушения системы ипотечного кредитования. Лавинообразное сокращение объема кредитов на приобретение жилья привело к падению цен на жилье и сокращению размера богатства домохозяйств, что стало индикатором снижения будущих доходов и, соответственно, запустило новый виток сокращения объемов кредитования. Сокращение богатства домохозяйств в 2008 г. по сравнению с 2001 г. составило 3,1%. То есть, все, что было накоплено в течение 7 лет, растворилось в воздухе за несколько месяцев.

В этой связи нельзя не упомянуть о роли пресловутых методов оценки рисков. Эти методы, несомненно, имели важное значение для формирования предложения ипотечных и потребительских кредитов, занижая реальные риски. Главным недочетом этих методов было использование для оценки будущих рисков ставок доходности существующих деривативных

контрактов хеджирования рисков дефолта корпоративных заемщиков. То есть, имеет место еще один классический пример замкнутой логики: будущие риски незначительны, потому что они были незначительны в прошлом.

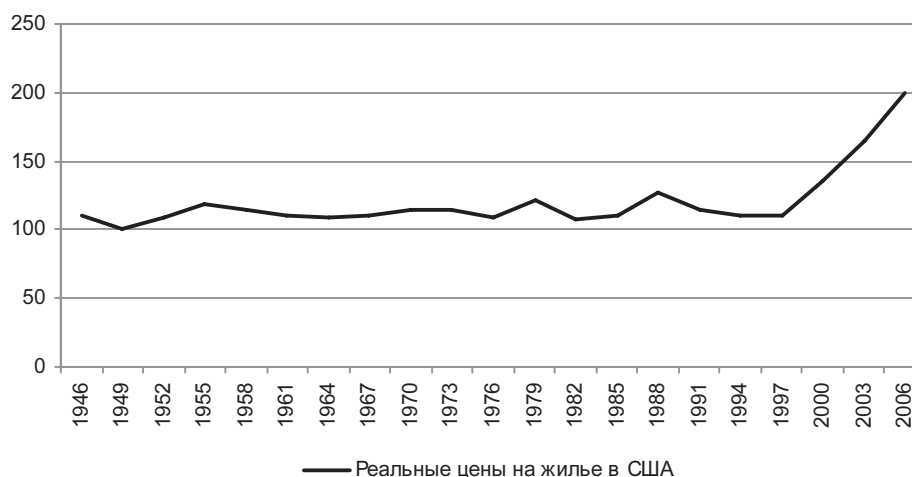


Рис. 5. Индекс реальных цен жилья в США, 1946—2006 гг., 1890 г. = 100

Источник: [15].

Как бы то ни было, в силу совмещения объективных макроэкономических факторов и субъективного человеческого фактора, домашние хозяйства сумели компенсировать для финансовой системы потери потенциала роста, вызванные невозможностью инвестирования в динамично растущие развивающиеся страны и медленным ростом экономики развитых стран. Как уже было сказано выше, за период 2000—2008 гг. только банковская система США выросла почти вдвое. Рост этого сегмента финансовой системы сопровождался ростом небанковского сектора, в который входят инвестиционные банки, хеджфонды и т. д. При этом ключевой особенностью финансовой системы развитых стран на этом этапе ее эволюции стала практически исключительная сфокусированность на реальном секторе США как заемщике. Это характерно и для Японии, и для Европейского союза.

Столь быстрый рост финансовой системы вызвал рост предложения денег в глобальной экономике и инфляционный рост цен большинства финансовых активов и базовых товаров (рис. 6). Так, цена фондового индекса S&P500 в 2003—2007 гг. выросла на 61%, в то время как средневзвешенная цена широкой корзины основных товаров за тот же период увеличилась в 2,6

раза. Таким образом, расширение финансовой системы привело к формированию сразу трех ценовых «пузырей»: на рынках жилья, финансовых активов и на товарных рынках.

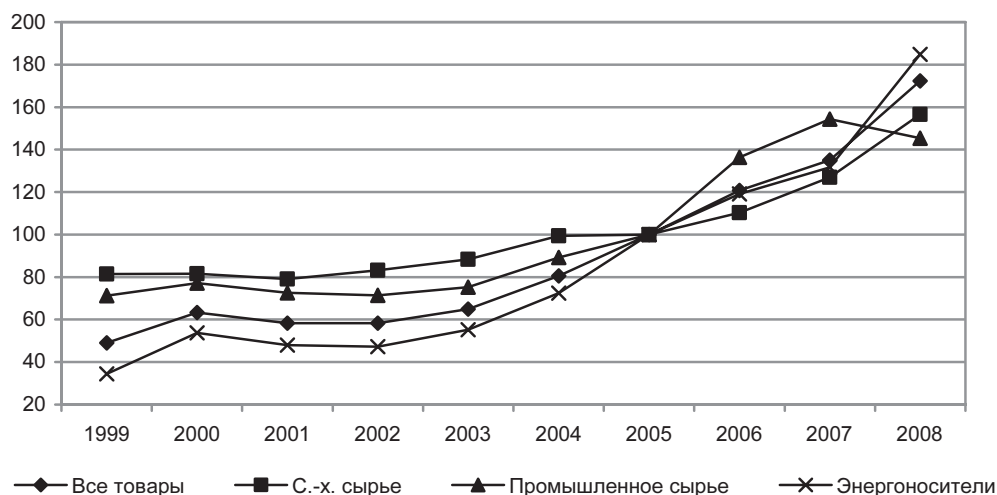


Рис. 6. Индексы мировых цен базовых товаров, 1999—2008 гг., 2005 г.=100

Источник: МВФ.

В этот период вполне оформился новый режим функционирования мировой экономики, который может быть в обобщенном виде интерпретирован как взаимодействие двух макроагентов. Первый — чистый экспортер конечной продукции, он же чистый кредитор, второй — чистый импортер, он же чистый заемщик. Типичными макроагентами первого типа являются экономики Китая и Японии, второго — США и Великобритании (см., напр.: [16, р. v]).

«Экспортер-кредитор» защищает свой внутренний товарный рынок и максимизирует профицит торгового баланса за счет искусственно заниженного курса национальной валюты, удержание которого требует изъятия из экономики долларовых излишков торгового профицита посредством непрерывного потока валютных интервенций и реинвестирования их в иностранные активы. Тем самым он сознательно лишает собственную экономику части инвестиционных ресурсов и вынуждает ее поддерживать высокий уровень сбережений, обеспечивающий внутренние инвестиции без внешних заимствований. Эта стратегия гарантирует ему положительные значения сальдо счета текущих операций.

С другой стороны, «импортер-заемщик», стремясь обеспечить главный компонент своего экономического роста — конечное потребление, оказывается вполне удовлетворен такими действиями своего зеркального отраже-

ния — «экспортера-кредитора», поскольку они гарантируют ему возможность поддержания дефицита государственного бюджета и низких процентных ставок. Последние, вместе с тем, приводят к повышению уровня инвестиций (благодаря дешевизне кредитных ресурсов) и снижению уровня сбережений (в связи с низкими ставками по депозитам).

Эти взаимоотношения, господствовавшие в «докризисном мире», иллюстрирует простое макроэкономическое тождество счета текущих операций.

$$CA = Sp - I - (G - T),$$

где CA — баланс счета текущих операций, Sp — частные сбережения, I — инвестиции, $(G - T)$ — дефицит государственного бюджета.

То есть баланс счета текущих операций равен частным сбережениям за минусом суммы инвестиций и бюджетного дефицита. Таким образом, в США и Европе при низкой норме сбережений и высоком дефиците бюджета увеличивались инвестиции. Экономика «нагревалась». Так, в США с 2003 по 2006 г. сбережения сократились с 15,06% ВВП до 13,54%, а инвестиции в это же время увеличились на 1,59 п. п. (табл. 1), что даже с учетом сокращения дефицита бюджета в конце рассматриваемого периода вызвало непрерывный рост дефицита сальдо счета текущих операций.

Таблица 1

Факторы дефицита счета текущих операций США, % ВВП

Показатель	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Баланс счета текущих операций	—4,35	—4,57	—5,21	—5,73	—6,02	—5,17
Дефицит бюджета	2,66	3,68	3,36	2,42	1,47	1,57
Валовые внутренние инвестиции	18,32	18,35	19,21	19,8	19,94	18,64
Валовые частные сбережения	14,77	15,06	14,52	14,28	13,54	13,56

Источники: Bureau of Economic Analysis NIPA tables, разные годы, расчеты автора.

Перекачка денег из одного конца этой двухполярной системы в другой на фоне стагнирующих доходов домохозяйств завершилась в 2007 г. дефолтом по субстандартным ипотечным кредитам, которые выдавались даже явно неплатежеспособным заемщикам под давлением спроса на эти активы и их производные и под прикрытием «инновационных» методов оценки рисков. Первоначально потери несли финансовые институты только ипотечного рынка, но это неизбежно обернулось крахом цен всех финансовых активов, так как их взаимосвязь весьма высока и, кроме того, действовал механизм проциклической балансовой политики банков.

Этот механизм был описан уже после начала финансового кризиса экспертами Банка международных активов [7; 11; 12] на основе анализа балансов коммерческих банков и в общем соответствует начальной стадии механизма

«долговой дефляции» Фишера [10]. Схема действия этого механизма очень проста. Основным инструментом является так называемое «кредитное плечо», или отношение активов банка к его капиталу. Для коммерческих банков США это отношение в среднем перед кризисом равнялось 10. Банки проводят политику поддержания значения кредитного плеча на одном уровне, то есть для банков это значение должно колебаться вблизи определенного значения. В таблице 2 иллюстрируется действие этого механизма.

Таблица 2

Схема реакции коммерческого банка на изменение значения кредитного плеча

Реакция на снижение стоимости активов				Реакция на увеличение стоимости активов			
активы	обязательства	капитал	плечо	активы	обязательства	капитал	плечо
110	99	11	10	100	90	10	10
109	99	10	10,9	101	90	11	9,18
100	90	10	10	110	99	11	10

Этот механизм описывает поведение банковской системы, как в период ее роста, так и сокращения. Стремление удерживать значение плеча постоянным заставляет банки реагировать на сокращение активов еще большим их сокращением, для приведения плеча к целевому значению (10). Если стоимость активов снижается на одну единицу (со 110 до 109 единиц), капитал банка также сокращается на единицу, что делает плечо равным 10,9. Чтобы восстановить значение кредитного плеча, банк должен продать девять единиц активов и сократить на эту же сумму свои обязательства.

Противоположным образом банки реагируют на рост стоимости активов. Если стоимость активов увеличится на единицу, соответственно увеличится капитал банка, значение кредитного плеча снизится с 10 до 9,18. Чтобы восстановить значение кредитного плеча, банк должен купить 9 единиц активов, увеличив сумму своих обязательств. Тогда кредитное плечо опять станет равным 10.

Следовательно, кривые спроса и предложения банка на рынке активов оказываются перевернутыми. Банк покупает активы при росте их цены и продает при ее снижении. Таким образом, если цена такого актива как ценные бумаги, обеспеченные ипотечными кредитами, существенно снижается (а именно это и произошло в результате «прокола» ипотечного пузыря), банки начнут продавать свои активы. При этом чем больше теряют в стоимости активы, тем выше уровень предложения со стороны банков и, одновременно, ниже уровень их спроса. Это вызывает «испарение» ликвидности данного класса активов и переход к продаже других, все еще ликвидных активов. Тем самым возникает цепная реакция снижения стоимости активов, причем

список предлагаемых к продаже активов непрерывно увеличивается. Эта ситуация как раз и проявляется в форме падения фондовых индексов. Падение цен становится лавинообразным, все новые активы, а следовательно, все новые экономические агенты, представленные этими активами, вовлекаются в падение в результате все более растущего предложения активов на рынке. Вследствие этого банки теряют способность продавать активы, не объявив предварительно о банкротстве.

Согласно этой схеме мировая финансовая система практически в точности повторила свой путь наверх, спускаясь обратно с достигнутых ею временно высот. Инфляция цен активов, которая послужила одним из главных механизмов роста, сменилась масштабной дефляцией. Так же как в фазе роста, инфляция финансовых активов быстро распространилась на товарные рынки, в фазе кризиса начавшаяся в конце 2007 г. в финансовом секторе дефляция к концу 2008 г. охватила все развитые экономики и все их рынки. Причиной явилось сокращение конечного потребления в результате остановки роста кредитования, бывшего главной статьей роста доходов в США в предшествующие годы. На рисунке 7 иллюстрируется последовательность распространения эффектов кризиса. Сокращение конечного потребления в развитых странах привело к сокращению импорта из стран — экспортеров потребительской продукции, а значит — сокращению их торговых профицитов. Сокращение экспорта конечной продукции вызвало соответственное сокращение импорта этими странами сырья и материалов, что ударило по экспортерам сырья, которые, как правило, являются импортерами товаров конечного потребления. Девальвация национальных валют экспортерами, для защиты своего торгового баланса, приводит к дальнейшему падению мирового спроса на импорт и мировой торговли в целом (рис. 7).

Эта последовательность событий предполагает распространение дефляции повсеместно в мире. И действительно, как показано на рисунке 8, в большинстве индустриальных экономик дефляция потребительских цен вслед за дефляцией цен на финансовые активы стала фактом.

Более значительным темпам дефляции препятствует проведенная рядом стран, в том числе и Россией, девальвация своих валют. Часть этих стран (например, Россия) осуществила контролируемую девальвацию, некоторые (например, Литва) девальвировали национальную валюту под давлением внешней задолженности. России удалось избежать этой участи исключительно благодаря раннему началу кризиса. Случись он чуть позже, и ситуация для России могла бы оказаться куда более сложной. Девальвация в развивающихся экономиках привела к положительным темпам инфляции, наибольшее значение которой (4 и более процентов за октябрь 2008 — январь 2009 г.) регистрировалось в России, Украине и Беларуси (рис. 8).

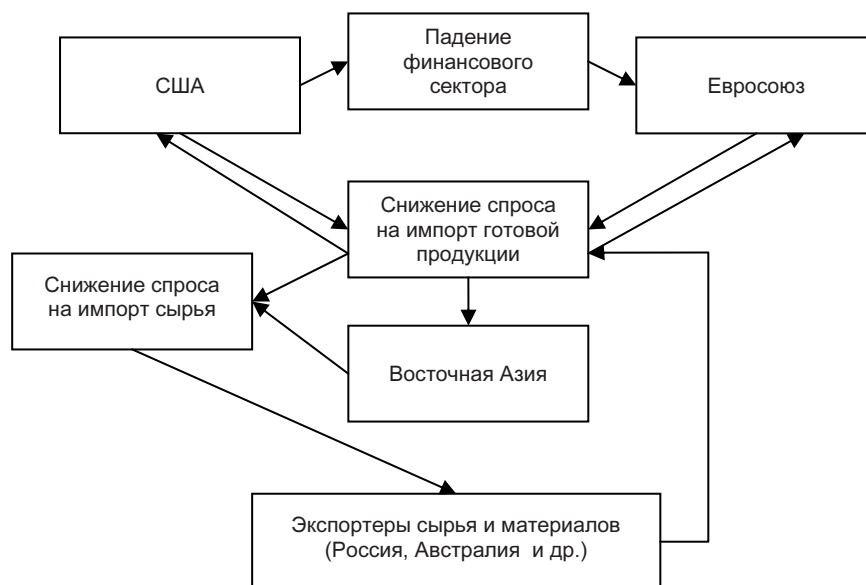


Рис. 7. Схема эффектов распространения кризиса

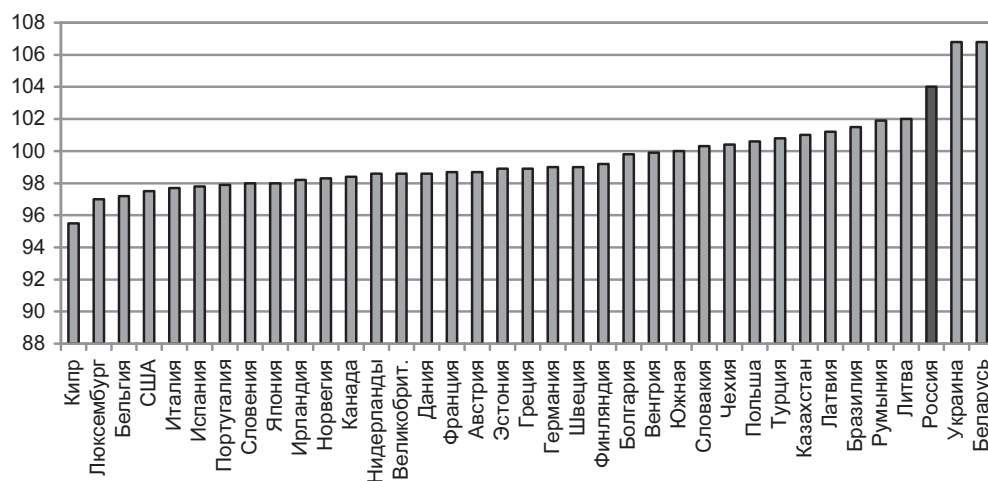


Рис. 8. Индексы потребительских цен отдельных стран, январь 2009 г. к октябрю 2008 г., %

Источники: Федеральная служба государственной статистики, расчеты автора.

С 2001 г. российская экономика являлась чистым экспортером и кредитором остального мира. Но постепенная ревальвация рубля, которая стала следствием антиинфляционной политики, проводящейся в опоре на массивные экспортные доходы, привела к тому, что с 2005 г. Россия перешла из разряда чистых кредиторов в категорию чистых заемщиков, оставаясь при этом экспортно ориентированной экономикой. В 2008 г. чистая инвестиционная позиция России по отношению к остальному миру составила 127 млрд долл. (рис. 9). При этом внешний долг частного сектора на конец 2007 г. составлял уже 417 млрд долл. Однако следует отметить, что большая часть этого долга накоплена в виде долгосрочных займов, поэтому риск корпоративных дефолтов по краткосрочным долгам вследствие внезапного исчезновения долларовой ликвидности на внешних рынках имеет чрезвычайно низкую вероятность.

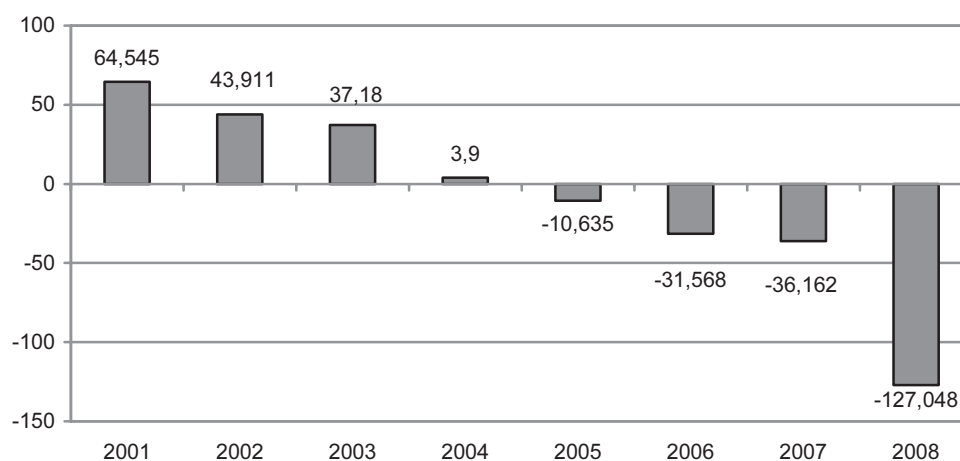


Рис. 9. Чистая инвестиционная позиция России, млрд долл., 2001—2008 гг.

Это не означает, что Россия стала жертвой «чужих ошибок». Упомянувшиеся выше «три пузыря» (на фондовом, товарном и жилищном рынках) исключительно быстро сформировались и в России (см., напр.: [4; 5]). Это вполне подготовило в российской экономике почву для внутреннего кризиса перепроизводства капитала, спусковым крючком для которого стали падение мирового рынка капитала и шок спроса на внешних рынках.

Превращение российской экономики из «экспортера-кредитора» в «экспортера-заемщика» обусловило двойной шок — шок внешнего спроса и шок внешнего кредитования. Ни одна из макроэкономических компонент экономики не была готова к такому «двойному» удару: структура экономики перегружена добывающими производствами, которые не в состоянии пе-

рестроиться на внутреннее потребление, банковско-финансовый сектор не в состоянии «перехватить» в необходимых масштабах ориентированный на внешние финансовые рынки спрос на финансовые услуги и заемный капитал (рис. 10). При этом шок внешнего спроса мультиплицирован зависимостью финансовых заимствований российских экономических агентов от экспортных доходов, что усугубило ситуацию. Сокращение спроса на рынках сырья не только сказалось на объемах выпуска продукции в России, но и существенно сократило финансовый поток в российскую экономику. Одновременно сократились возможности заимствований на глобальном финансовом рынке.

В результате уже в начале 2009 г. российская экономика вступила в период спада. Падение было зарегистрировано практически по всем основным показателям.

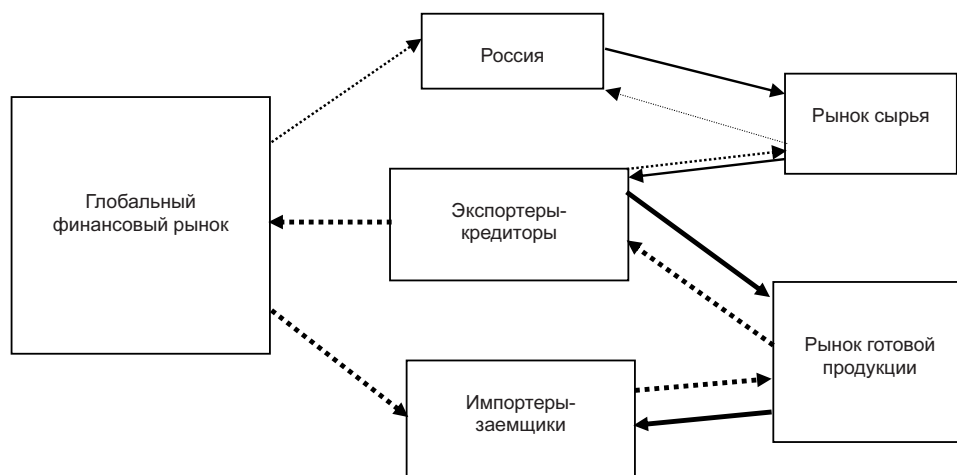


Рис. 10. Схема эффектов распространения кризиса: специфика России

Хотя рост ВВП в январе 2009 г. все еще оставался на уровне 105,6%, его замедление по сравнению с январем 2008 г. в совокупности с абсолютным снижением практически всех остальных макроэкономических показателей свидетельствует о том, что вскоре состояние экономики России будет полностью соответствовать техническому определению рецессии. Так, индекс выпуска товаров и услуг в январе 2009 г. по сравнению с январем 2008 г. составил 87,5%, индекс промышленного производства — 84%, грузооборот транспорта — 85,3%, внешнеторговый оборот — 82,7%, причем экспорт сократился гораздо сильнее, чем импорт (73,9% для экспорта против 96,4% для импорта). Уровень безработицы составил 8,1%, что выше уровня безработицы в США в декабре 2008 г., которые уже больше года находятся в состоянии официально объявленной рецессии.

Как отмечалось выше, ситуация могла бы быть значительно хуже, если бы Россия втянулась в кризис позже, так как могли бы существенно возрасти финансовые обязательства по частному внешнему долгу. С другой стороны, шансов на более длительное пребывание вне зоны кризиса у России было немного, учитывая упомянутое выше превращение страны в «экспортера-заемщика».

Перспективы выхода из кризиса для России зависят почти исключительно от изменения ситуации на мировых рынках сырья. Меры, направленные на увеличение объема внутреннего спроса, сами по себе важны, но в коротком периоде не могут дать эффект, так как генеральная модификация экономической структуры страны за короткий период невозможна. Тем более она невозможна в условиях кризиса, когда ощущается нехватка ресурсов даже для поддержания уже функционирующей производственной структуры.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Кудрин А. Мировой финансовый кризис и его влияние на Россию // Вопросы экономики. 2009. № 1.
2. Мау В. Драма 2008 года: от экономического чуда к экономическому кризису // Вопросы экономики. 2009. № 2.
3. Минакир П. А. Экономика и кризис в России и на Дальнем Востоке // Пространственная экономика. 2009. № 1.
4. Минакир П. А. К вопросу об актуальности темы конференции. Управление банковскими рисками: региональный аспект. Хабаровск: Изд-во ТОГУ, 2008.
5. Минакир П. А. Уметь считать // Банковское дело. 2008. № 5.
6. Минакир П. А., Горюнова Н. Конъюнктурные и финансовые циклы и кризисы // Вестник ДВО РАН. 2003. № 5.
7. Adrian T., Hyun Song Shin. Liquidity and Financial Cycles // BIS Working Paper. 2008. № 256. July.
8. Bernanke B. Global Imbalances: Recent Developments and Prospects. <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20070911a.htm>.
9. Dooley M., Folkerts-Landau D., Garber P. An Essay on the Revived Bretton Woods System // NBER Working Paper. 2003. № 9971. <http://www.nber.org/papers/w9971>.
10. Fisher I. The Debt-Deflation Theory of Great Depressions // Econometrica. 1933. Vol. 1. <http://fraser.stlouisfed.org/docs/meltzer/fisdeb33.pdf>.
11. Lane P., Shambaugh J. The Long or Short of it: Determinants of Foreign Currency Exposure in External Balance Sheets // IIS Discussion Paper. 2009. № 253.
12. McGuire P., von Peter G. The US Dollar Shortage in Global Banking // BIS Quarterly Review. 2009. March.
13. Murphy A. An Analysis of the Financial Crisis of 2008: Causes and Solutions. <http://ssrn.com/abstract=1295344>.
14. Roubini N., Setser B. Will the Bretton Woods 2 Regime Unravel Soon? The Risk of a Hard Landing in 2005—2006 // Revived Bretton Woods System: A new Paradigm For Asian Development? (4 feb., 2005; San Francisco) / Federal Reserve Bank of San Francisco, UC Berkley. <http://www.frbsf.org/economics/conferences/0502/Roubini.pdf>
15. Shiller R. Irrational Exuberance. Currency, 2006.
16. World Economic Situation and Prospects 2009. U. N. New York, 2009.