

КРИЗИС КАК СЛЕДСТВИЕ РАЗВИТИЯ МИРОВЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТИТУТОВ

А.С. Липин

ИЭОПП СО РАН, Новосибирский государственный университет

Аннотация

Мировой кризис анализируется как естественное последствие построения мировой финансовой системы. Обосновывается вывод, что главная его причина заключается не в отсутствии финансового регулирования, а в низком его качестве и в принципиальной невозможности справедливой оценки в сфере рынка рисков. Взаимовязываются архитектура мировой валютной системы и глобальные дисбалансы.

Ключевые слова: финансовый кризис, деривативы, глобальная ликвидность, валютная система, риск

Abstract

The author considers the world crisis as the natural consequence of the structure of the world financial system, and concludes that the prime cause of the crisis resides not in the lack of financial management but in its low quality as well as in principal impossibility to assess properly any cover on risk. The structure of the world currency system and global disbalances, as the author sees, are interdependent.

Keywords: financial crisis, derivatives, global liquidity, currency system, risk

РАЗВИТИЕ ВАЛЮТНОЙ СИСТЕМЫ

Любое экономическое явление – сложный процесс, и для его понимания необходимо рассмотрение его под разными углами зрения. В не меньшей степени это относится к такому явлению, как кризис,

тем более кризис мировой. Учитывая то, что кризис в первую очередь разразился в финансовой сфере, в ней и следует искать его причины. И начало отсчета надо вести не с осени 2007 г., а с периода Первой мировой войны, которая привела к краху Парижскую валютную систему, больше известную под названием «золотой стандарт». Причины были классические: большие расходы правительств, форс-мажорные обстоятельства и проч. Следующей системой стала Генуэзская валютная система¹, уже не золотой стандарт с безусловным обменом любого количества бумажных денег на золотой эквивалент, но еще сохранение прямой привязки к золоту. Просуществовала эта переходная система недолго – с 1922 по 1936 г.

После Второй мировой войны на Западе были созданы механизмы функционирования международной финансовой системы на основе привязки валют к американскому доллару, который, в свою очередь, обменивался на золото в фиксированном соотношении. Это Бреттон-Вудская система, или так называемый золотовалютный стандарт. Причина ориентации на доллар США – наибольший запас золота (22 тыс. т) в этой стране, самая сильная, не разрушенная войной экономика и амбиции мировой державы. Таким образом, с 1947 г. США стали эмитентом долларов, принимаемых остальными странами в качестве мировой резервной валюты.

США были обязаны эмитировать доллары для обеспечения растущего объема международной торговли, но соответствующего количества золота не хватало, поэтому доллар условно обесценивался². С другой стороны, в 1950-х годах положительный платежный баланс

¹ Золотодевизный стандарт – обмен бумажных денег на золотые слитки.

² В 1964 г. Р. Триффин сформулировал противоречие любой золотовалютной системы, которое впоследствии получило название «дилемма Триффина»: для того чтобы обеспечить центральные банки других стран необходимым объемом ликвидности для формирования валютных резервов, необходимо, чтобы в стране-эмитенте был дефицит платежного баланса. Однако дефицит платежного баланса подрывает доверие к валюте и снижает ее ценность в качестве резервного актива. Как указывал Триффин, и это же отмечают современные экономисты [1], со временем возникнет необходимость урегулировать эти требования посредством значительного снижения курса доллара, которое может носить неупорядоченный, хаотический характер.

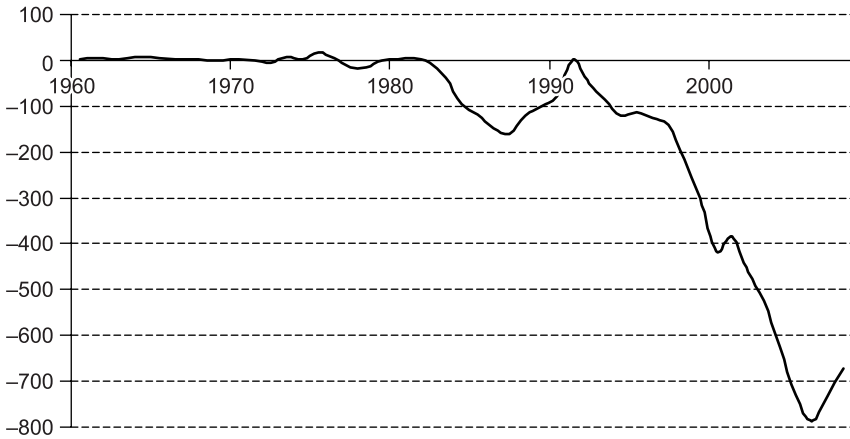


Рис. 1. Дефицит счета текущих операций США в 1960–2008 гг., млрд долл.

Источник: Бюро экономического анализа США [2]

США привел к дефициту долларов во всем мире, так как отсутствие адекватных резервов оказалось достаточно серьезной проблемой. Устойчиво отрицательным счет текущих операций США, исключая первый срок президентства Б. Клинтона, стал с середины 1980-х годов (рис. 1).

Другой момент связан с тем, что страна – эмитент якорной международной валюты может увеличивать национальный долг, выпуская государственные облигации, номинированные в собственной валюте, и погашает их также собственной валютой, которую всегда можно эмитировать. Наличие подобного рычага – безусловный стимул к наращиванию государственного долга, что на примере США видно предельно отчетливо (рис. 2).

Принимая во внимание отмеченные соображения, в конце 1960-х годов национальные правительства, и первым здесь было правительство Франции, начали обмен наличных долларов на золото по обозначенному фиксированному курсу. После того как золотой запас США сократился на 63%, президент Р. Никсон в августе 1971 г. окончательно отменил золотовалютный стандарт. Дополнительно к этому нефтя-

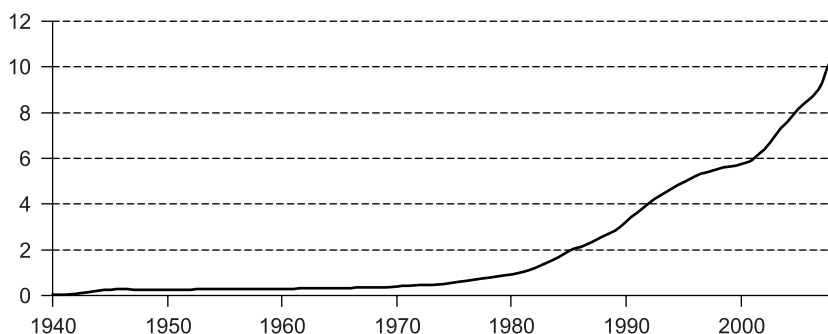


Рис. 2. Государственный долг США в 1940–2008 гг., трлн долл.

Источник: Казначейство США [3]

ное эмбарго ОПЕК в 1973 г. сделало очевидным полномасштабный мировой валютный кризис, назревавший в течение более чем 30 лет.

Новая, Ямайская, валютная система была создана в 1975 г. и основана на многовалютном стандарте и плавающих валютных курсах. При этом доллар США сохраняет свои позиции в качестве международного средства обмена и главное место в валютных резервах многих стран. США продолжают эмитировать доллары, в обмен на которые получают международные инвестиции. Эта ситуация, отражаясь на макропоказателях, проявляется в «двойном дефиците»: дефиците государственного бюджета США и дефиците счета текущих операций. В такой ситуации страна – эмитент валюты будет являться чистым должником. По итогам 2009 г. государственный публичный долг США составил более 85% ВВП и имеет тенденцию к дальнейшему росту.

Отметим, что любая другая страна, оказавшись на месте США, почти наверное проводила бы похожую политику, эмитируя необходимые международной экономике денежные средства вне зависимости от того, обеспечены ли они или нет реальным производством, золотом и проч. Многие другие страны также имеют дефицитные счета, – это Великобритания, Греция, Испания, Италия, Португалия, страны Центральной и Восточной Европы. Более того, сейчас принципиально невозможна остановка механизма, в рамках которого США, эмитируя доллары, привлекают инвестиции со всего мира

и потребляют до трети производимых благ. При исчезновении из мировой системы подобных потребителей она перестанет работать, так как настроена на обеспечение повышенного потребления со стороны западных стран. Произойдет падение спроса на сырье, конечную продукцию, и во всех странах-экспортерах начнется невиданная в мировых масштабах депрессия.

Итак, к первому классу причин кризиса относится валютная: после отмены привязки к золоту для Федеральной резервной системы (ФРС) и правительства США больше не существовало препятствий для финансирования государственных расходов и потребления за счет эмиссии долларов и их последующего трансфера в мировую экономику.

ФАКТОРЫ ГЛОБАЛЬНОЙ ЛИКВИДНОСТИ

К следующему классу причин кризиса относятся так называемые факторы глобальной ликвидности и глобальных дисбалансов. В качестве определения понятия «глобальные дисбалансы» примем трактовку МВФ [4]: это совокупность дефицитов и профицитов счета текущих операций, которые накапливались в мировой экономике с конца 1990-х годов. Устойчивые дефициты западных стран мы описали на примере США. Крупные профициты наблюдаются в странах Азии (Китай, Япония, страны Восточной Азии) и странах – экспортерах нефтегазовых ресурсов.

Профициты в последнее время активно формируются в суверенные фонды. Если в 2000 г. суверенных фондов было 22 и принадлежали они в основном развивающимся странам, то в 2009 г. их уже 49, причем у некоторых стран их несколько в зависимости от направлений инвестирования. Многие из фондов сегодня принадлежат развитым странам (Франции, Австралии, Ирландии, Южной Кореи, Канаде и др.), хотя по объемам фондов на первом месте развивающиеся страны (см. таблицу).

Общий объем активов фондов – 3,8 трлн долл. США, что составляет 6% мирового ВВП. При этом 60% объема формируется за счет нефтегазовых доходов. Отметим, что российский фонд национального благосостояния и резервный фонд занимают восьмое место.

Крупнейшие суверенные фонды*

Страна	Активы, млрд долл. США	Доля в общем объеме активов, %
Китай	922	24
ОАЭ	677	18
Норвегия	445	12
Саудовская Аравия	431	11
Сингапур	370	10
Кувейт	203	5
Россия	168	4
Прочие страны	604	16

* Данные на конец 2009 г. Методика расчета объемов суверенных фондов включает в себя только профицит бюджета без учета резервов центрального банка. Для России это означает, что из общего объема золотовалютных резервов ЦБ на 1 декабря 2009 г. – 448 млрд долл. фонды правительства составляют 168 млрд, а активы ЦБ – 280 млрд долл.

Источник: Sovereign Wealth Fund [5].

Формирование устойчивых профицитов можно объяснить следующими факторами:

- перемещение производства в страны с низкими издержками, что стимулировало рост доходов от экспорта, в рамках моделей развития, опирающихся на заниженные обменные курсы и накопление резервов [6];
- сокращение инвестиций и резкое увеличение сбережений странами Азии после азиатского кризиса 1997 г.;
- стерилизация экспортных доходов для снижения инфляции (рекомендации МВФ);
- формирование резервных фондов для сохранения валютных курсов и макроэкономической стабильности (рекомендации МВФ);
- повышение уровня бюджетного дефицита США и развитых стран;
- сокращение сбережений населения;
- высокая ликвидность финансовых активов США и развитая система защиты инвесторов [7].

Касательно российской практики формирования суверенных фондов официальная точка зрения заключается в том, что пока отечественная экономика является экспортером сырья, а бюджетные доходы зависят от циклов на товарном рынке, такие фонды России необходимы. В противном случае колебания бюджетных доходов и расходов будут перманентным источником макроэкономической нестабильности.

Другой фактор, формирующий глобальную ликвидность, – низкая стоимость заимствований, что связано с монетарной политикой ФРС. Современные рекомендации по преодолению кризисов заключаются в том числе и в стимулировании кредитной активности, что, в свою очередь, активизирует спрос и производство. Общеизвестные меры – снижение процентных ставок и предоставление ликвидности, причем в первую очередь именно снижаются ставки.

Резкое повышение и последующее снижение учетной ставки ФРС США П. Волкером для преодоления стагфляции 1970-х годов было затем продолжено для стимуляции экономического роста (рис. 3). Последние 14 лет ставка ФРС оставалась в диапазоне от 1 до 6,5%, ее изменение отображало исключительно инфляционные риски. Низкие ставки по доллару вместе с эмиссией долларов для финансирования бюджетного дефицита США привели к ускорению роста денежной массы с 3% в год (1987–1995 гг.) до 6% в год (1995–2008 гг.). В связи с тем, что США являются мировым эмиссионным центром, с конца



Рис. 3. Учетная ставка ФРС США по 10-летним облигациям в 1960–2009 гг., %

Источник: Bloomberg Finance L.P. [8]

1980-х годов началось устойчивое снижение стоимости денег в Европе и остальном мире.

Таким образом, глобальные дисбалансы – это часть мировой финансовой системы, характеризующаяся низкими процентными ставками и большими притоками капитала в банки США и Европы. Подобное сочетание факторов с неизбежностью должно стимулировать повышение левериджа, погоню за доходностью, создание более рискованных активов и вздувание цен на жилье в США и других странах с развитой экономикой.

Решений проблемы глобальных дисбалансов в настоящий момент нет, так как для изменения направленности текущих мировых финансовых потоков необходимы тектонические изменения всей системы. Например, для того чтобы развивающиеся страны инвестировали в меньшей степени, у них должна увеличиться предельная склонность к потреблению. Безусловно, ожидаемый рост душевого потребления в развивающихся странах – процесс естественный, но не быстрый, а снижение потребления в развитых – весьма болезненный. Поэтому в ближайшей перспективе потоки капиталов значимо не изменятся.

ФИНАНСОВЫЕ ИННОВАЦИИ

Появление больших объемов капитала при его исторически низкой стоимости могло привести к раскручиванию инфляционных спиралей во всех отраслях мировой экономики при попадании этих потоков на реальные рынки товаров и услуг. На рис. 4 показана динамика индекса мировых сырьевых цен и отчетливо видны периоды взрывного роста, после которого цены нормализуются к начальным уровням.

Большие объемы средств и спрос на финансовые инструменты породили предложение различного рода синтетических инструментов. С конца 1980-х годов стали активно развиваться производные финансовые инструменты (деривативы), которые связали объем денежной массы, при этом значительно ее увеличили. Это – опционы³, появивши-

³ Опцион – контракт, в рамках которого один контрагент предоставляет другому право купить или продать определенный актив в определенный момент времени по оговоренной цене.

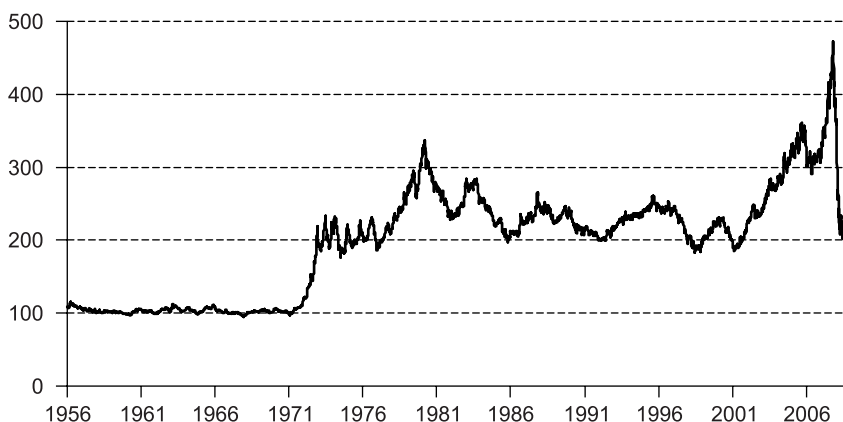


Рис. 4. Динамика индекса сырьевых цен REUTERS/JEFFERIES в 1956–2009 гг.

Источник: Blooming Finance L.P. [8]

еся в конце 1980-х, свопы кредитного дефолта (CDS⁴), изобретенные в середине 1990-х, и механизмы секьюритизации активов (CDO⁵), получившие распространение в начале 2000-х годов.

Рынки деривативов, созданные для страхования и распределения рисков, эмитируют множество ценных бумаг в рамках покрытия рисков любых контрактов. В некотором смысле их можно рассматривать как еще один механизм эмиссии ликвидности, так как ценные бумаги котируются на рынке и обладают стоимостью. Однако в отличие от банковской эмиссии, когда объем выданных кредитов ограничивается нормой резервирования, рынки CDS, например, не имеют подобного регулирования и объем выпущенных бумаг для страхования того или иного случая банкротства может в несколько раз превышать стоимость

⁴ CDS (credit default swap) – кредитный дериватив, согласно которому покупатель уплачивает премию продавцу, который берет на себя обязательство погасить выданный покупателем кредит третьей стороне в случае невозможности погашения кредита должником.

⁵ CDO (collateralized debt obligation) – ценная бумага, обеспеченная пулом из различных типов долговых инструментов, выпущенных в рамках сделок по секьюритизации.

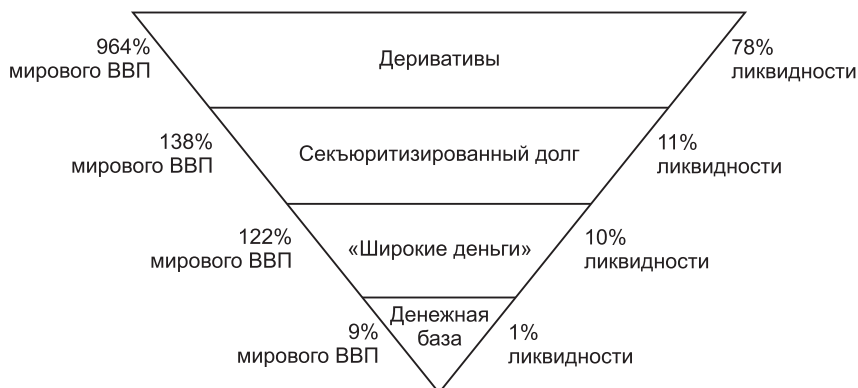


Рис. 5. Структура мировой ликвидности в 2008 г.

Рассчитано автором по данным Банка международных расчетов [9] и компании Independent Strategy [10]

активов банкрота. Подобный спекулятивный характер деривативов привел к экспоненциальному росту их объемов. Объем рынка производных финансовых инструментов только за период 2002–2008 гг. вырос в 5 раз. А к концу 2008 г. объем реальных денег и синтетических финансовых инструментов превысил мировой ВВП почти в 10 раз (рис. 5).

Изобретение уже упоминавшихся механизмов секьюритизации позволило смешивать в одной бумаге риски различных отраслевых рынков, что привело к переходу спекулятивной активности на рынок реальных активов. Резкий рост средних сырьевых цен (см. рис. 4) в основном объясняется именно этим фактом, а отнюдь не ростом спроса со стороны развивающихся стран и проч. Динамика, аналогичная представленной на рис. 4, проявляется на рынках нефти, металлов, зерна, жилья и любых других товаров, торгуемых на биржах и секьюритизированных.

Другим моментом, касающимся финансовых инноваций, является оценка рисков. Создатели деривативов предполагали, что повсеместное внедрение связки CDO и CDS позволит, во-первых, распределить риск среди множества рыночных агентов, а во-вторых, создать линейки бумаг с заданным уровнем риска. Теоретически подобные построения работают в предположении низких вероятностей негативных со-

бытий и отсутствия системного кризиса. Действительность показала массу недостатков такого представления.

Смешивание риска различных отраслей экономики в одной бумаге (CDO) очевидно является диверсификацией, и если подобные бумаги равномерно распространить среди инвесторов, то негативные явления, даже если они произойдут, незначительно отразятся на каждом рыночном агенте. По сравнению с ситуацией классического банкротства это безусловное улучшение, так как потери равномерно распределяются не по группе лиц, а по всей экономике.

Однако в реальности произошло не равномерное распределение риска, а концентрация риска в нескольких крупных инвестиционных банках и компаниях (AIG, «Goldman Sachs», «Lehman Brothers», «Washington Mutual», «Wachovia» и др.), что привело к появлению субъектов, получивших название «слишком больших, чтобы упасть» (Too-Big-to-Fall, TBTF). Массовое банкротство подобных организаций могло привести к краху мировой финансовой системы, поэтому правительства всех стран начали помогать своим банкам. Данный феномен имеет свое название – «moral hazard», т.е. синдром безнаказанности, когда институты знают, что в критической ситуации им помогут, и поэтому идут на больший риск.

Большинство экономистов считают, что не стоило поддерживать субъектов TBTF. Например, лидер чикагской школы, сторонник гипотезы эффективного рынка Ю. Фама утверждает: «Мы столкнемся с жесточайшей проблемой отрицательного отбора. Правительство должно было отойти в сторону и позволить крупным финансовым институтам обанкротиться. А теперь проблемы, порожденные вмешательством властей, в обозримом будущем не решить» [11]. Последствия «moral hazard» ложатся на плечи налогоплательщиков. Безусловно, наиболее разумный вариант – не доводить субъектов до размера TBTF, в этом случае их банкротство не вызовет эффект домино. В текущей же ситуации, при существовании TBTF, в качестве варианта можно организовать упорядоченные банкротства: объявить о реструктуризации долга через временное приостановление выплаты процентов и о возвращении держателям облигаций 50% их денег.

Создание линейки бумаг с заданными рисками, отделение рисков от доходности с помощью CDS также оказались неудачными мерами. И в первую очередь в фундаментальном смысле. В настоящее время оценка риска на практике в той или иной мере связана с анализом отклонений котировок актива от среднего уровня. При этом прочие составляющие риска не учитываются, так как многие из них не операционализируются в принципе. Именно поэтому оценка уровня риска синтетических бумаг (CDS в связке с CDO), проводимая рейтинговыми агентствами («Fitch», «Moody's» и «Standard & Poor's»), оказалась несостоятельной и не защищенной от системного риска. Ожидание того, что рыночные котировки CDS будут адекватно отражать риск дефолта соответствующего субъекта, также не оправдалось, так как спекуляции на рынке привели к образованию «пузырей» и заниженным оценкам рисков.

Третьим серьезным недостатком CDS является отсутствие клиринга, – это как раз то свойство, которое позволило Дж. Соросу назвать CDS оружием массового поражения. По своей сути CDS – страховка, однако в отличие от страхового рынка рынок CDS не регулировался, что позволило инвестиционным банкам выпускать неограниченное количество CDS, создавая ситуации, когда страховые выплаты могликратно превышать стоимость активов не только дефолтного агента, но даже самого банка – эмитента CDS.

Итак, изобретение сложных финансовых производных на первом этапе дало возможность использовать огромную денежную массу, не связанную с реальной экономикой, в финансовой сфере, иначе этот денежный навес сразу привел бы к международной инфляции. В дальнейшем с использованием CDO многие риски сконцентрировались у нескольких рыночных агентов, что резко снизило надежность системы против случая цепного банкротства и привело к образованию субъектов TBTF, а оценка риска на основе котировок CDS и рейтинговых агентств давала заниженные значения. Поэтому из-за недостатков управления рисками в крупных организациях, составлявших ядро глобальной финансовой системы, наряду с упущениями в сфере финансового регулирования и надзора развитие механизмов финансовой инженерии привело к ажиотажному росту спекулятивной активности, увеличению виртуальной денежной массы и появлению «пузырей» на

рынках всего спектра биржевых товаров. Однако если введение клиринга решит часть проблем, то оценка риска может быть сделана только на основе рыночных котировок CDS и оценок рейтинговых агентств. А здесь всегда присутствует риск спекуляции на рынке и формирования очередного «пузыря», так как для выявления «пузырей» и спекулятивной активности эффективных инструментов не существует.

Появление «пузырей» в текущей финансовой архитектуре – явление естественное. А кризис 2007 г., начавшийся на рынке ипотечных закладных США, – звено в цепи последовательных событий. Для домохозяйств США, финансирующих свое потребление за счет кредитования, хорошая кредитная история является одним из самых важных показателей. Среди всех кредитов важную роль играет ипотека, невозврат которой закрывает множество возможностей будущего кредитования. Поэтому доверие к ипотечным кредитам высокое. Объем рынка ипотечных закладных США составляет 13 трлн долл., что больше ВВП страны. Благодаря механизмам CDO и CDS ипотечные закладные были включены в массу финансовых инструментов, находящихся на балансах различных финансовых структур.

Влияние потоков глобальной ликвидности на образование «пузырей» схематично показано на рис. 6. Отметим, что данная схема построена для США, однако работает и для любой другой страны – эмитента резервной валюты. Кредитный «пузырь» позволяет осуществлять сверхпотребление товаров и услуг относительно уровня, определяемого национальным доходом. Следствием этого, с одной стороны, являются дефицитный счет текущих операций США (см. рис. 1) и одновременно профицитные счета стран-партнеров, что ведет к росту национальных золотовалютных резервов, образованию «пузырей» на национальном валютном рынке и т.д. С другой стороны, формирование суверенных фондов и золотовалютных резервов центральных банков требует наличия инструментов финансирования, которые в любом необходимом объеме предоставляются на «пузырящемся» кредитном рынке США посредством производных финансовых инструментов.

Процесс этот саморазвивающийся в увеличивающихся масштабах, что, по утверждению Дж. Сороса, всегда ведет к саморазрушению. Действительно, обилие денег, дешевые кредиты и развитие рын-

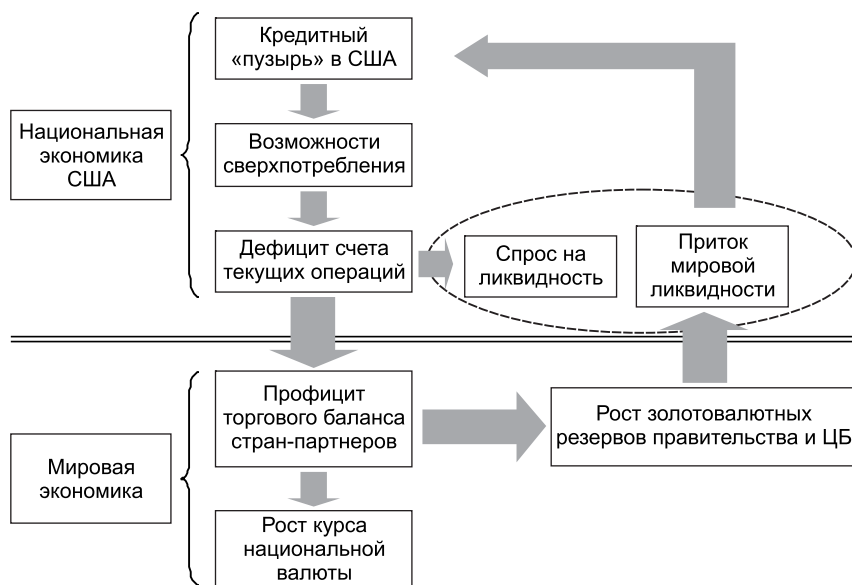


Рис. 6. Международные потоки ликвидности

ка деривативов привели к тому, что к концу 2006 г. в США из-за чрезмерного строительства в 2002–2005 гг. началось снижение цен на жилье. Стоимость ипотечных бумаг начала резко падать, заемщики, рассчитывавшие на дальнейший их рост, стали нести потери, начались масштабные невозвраты кредитов. Банки, и не только в США, уже не смогли расплачиваться по своим обязательствам.

Паника, случившаяся на рынке жилья США в 2007 г., породила волну недоверия к финансовым инструментам (из-за обезличенности механизма CDO+CDS) и стала началом мирового кризиса, который включал следующие этапы:

- переоценка активов (в первую очередь ипотечных закладных);
- рост рискофобии и кризис доверия;
- сжатие мировой ликвидности, локальные всплески и рост процентных ставок;
- снижение доступности к кредитным рынкам для корпораций;

- отсутствие оценки реального баланса финансовых структур;
- массовые распродажи активов, падение фондовых рынков.

Массовому переводу синтетических финансовых инструментов в ликвидность правительства всех стран противопоставили масштабную денежную эмиссию – механизмы количественного и качественного смягчения (QE и SE). Для того чтобы остановить падение производства и спроса, были предложены инфраструктурные программы и программы по стимулированию спроса. Сценарий, которого некоторые опасались, – широкомасштабное бегство от активов США и внезапное падение курса доллара не стал реальностью, отчасти из-за того, что бегство от риска на фоне усиливающихся глобальных финансовых потрясений вызвало всплеск спроса на государственные ценные бумаги США. Доллар вновь существенно укрепился с сентября 2008 г., по мере того как углубляющийся кризис все шире распространялся на другие страны.

Сейчас ситуация находится в неустойчивом равновесии. Масштабное предоставление ликвидности, низкие процентные ставки – все это помогает выйти из кризиса при низком уровне инфляции. Однако развитие инфляционных процессов резко уменьшит эффективность программ, чего прежде всего и опасаются регуляторы, так как сокращение мер по стимулированию экономики может привести ко второй волне кризиса.

В неравновесии находятся банки. «Пузыри» на рынках инвестиционных товаров привели к резкому сокращению мировой капитализации банковской системы. По оценкам МВФ и «Goldman Sachs», потери в США составили 1 трлн долл. и могут достигнуть 2 млрд долл. [12]. По оценке Н. Рубини, общие потери по займам американских финансовых фирм, а также обвал на рынке стоимости активов могут достигнуть 3,6 трлн долл. [13]. Подобная ситуация наблюдается с банками Европы. Именно по этой причине банки накапливают на балансах беспрецедентное количество ликвидности (рис. 7). Однако улучшение ситуации в мировой экономике приведет к перетоку этой ликвидности в реальный сектор, что может обернуться двузначными цифрами инфляции во всем мире.

В близкой ситуации баланса между банкротством и техническим дефолтом находится множество инвестиционных фондов. Строитель-

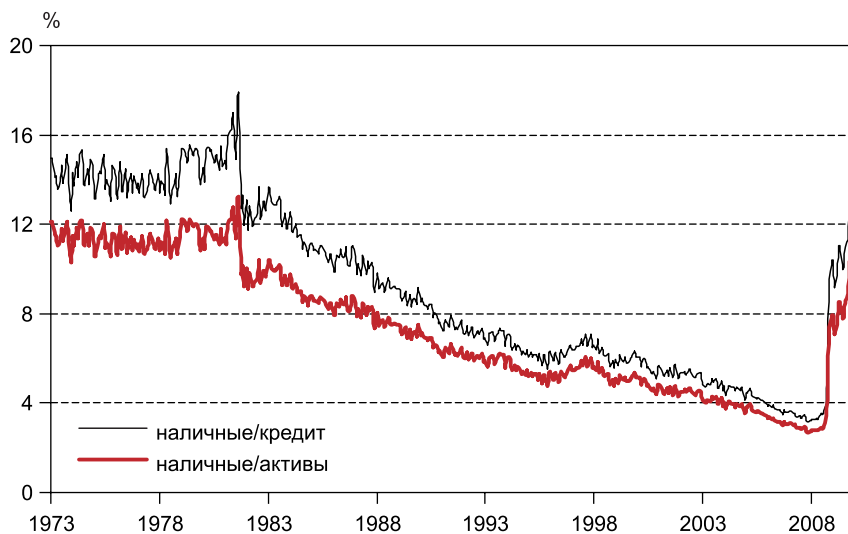


Рис. 7. Банковские показатели США в 1973–2010 гг.

Источник: ФРС США [14]

ный фонд Дубая (технический дефолт в декабре 2009 г.) – только одна из иллюстраций. Суверенные дефолты также не являются неожиданностью. В первую очередь это может коснуться стран Восточной и Южной Европы. Как долго власти тех стран, которые оказались в наибольшей степени поражены кризисными явлениями, смогут продолжать осуществлять эту стратегию по спасению национальных экономик – большой вопрос. Бюджетные дефициты многие считают колоссальной угрозой для экономик наиболее развитых государств мира.

* * *

Причины кризиса лежат намного глубже, чем просто решение проблем рынка ипотечных закладных или организация мониторинга и регулирования рынка деривативов. Ряд причин заложен в архитектуру мировой финансовой системы, и косметические меры решениями не являются. Финансовая глобализация разрушила старые правила: столкновение

американского пути развития финансовой системы с азиатским (в первую очередь китайским) образовало взрывную смесь. Отсутствие защитных механизмов, предотвращающих развитие глобального перенасыщения ликвидностью, в комбинации с ошибками в регулировании порождает спекулятивный экспоненциальный рост рынков, после чего происходит масштабный обвал. Все это сочетается с отсутствием эффективных международных механизмов контроля для предотвращения распространения кризиса. Итак, прежний этап завершен, а каким будет новый – вопрос не столько к экономистам, сколько к политикам.

Литература

1. **Obstfeld M., Rogoff K.** Global current account imbalances and exchange rate adjustments // *Brookings Papers on Economic Activity*. – 2005. – V. 1. – P. 67–123.
2. <http://www.bea.gov> (дата обращения 12.01.2010).
3. <http://www.ustreas.gov> (дата обращения 12.01.2010).
4. **Доклад** МВФ: перспективы развития мировой экономики [Эл. ресурс]. – Режим доступа: <http://www.imf.org/external/russian/pubs/ft/weo/2009/01/pdf/text.pdf> (дата обращения 12.01.2010).
5. <http://www.swfinstitute.org> (дата обращения 12.01.2010).
6. **Dooley M., Folkerts-Landau D., Garber P.** The U.S. current account deficit and economic development: collateral for a total return swap. – NBER Working Paper No. 10727. – 2004. – 11 p.
7. **Caballero R., Farhi E., Gourinchas P.O.** An equilibrium model of «global imbalances» and low interest rates // *American Economic Review*. – 2008. – V. 98, No. 1. – P. 358–393.
8. <http://www.bloomberg.com> (дата обращения 14.01.2010).
9. <http://www.bis.org> (дата обращения 12.01.2010).
10. <http://www.instrategy.com> (дата обращения 14.01.2010).
11. **Interview** with Eugene Fama: Rational Irrationality // *The New Yorker*. – 2010. – Jan. 13 [Эл. ресурс]. – Режим доступа: <http://www.newyorker.com/online/blogs/johncassidy/2010/01/interview-with-eugene-fama.html> (дата обращения 14.01.2010).
12. <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aS0yBnMR3USK> (дата обращения 12.01.2010).
13. **Roubini N.** Not even halfway there // *Financial Times*. – 2009. – Jan. 20 [Эл. ресурс]. – Режим доступа: <http://ftalphaville.ft.com/blog/2009/01/20/51397/roubini-not-even-halfway-there> (дата обращения 13.01.2010).
14. <http://www.federalreserve.gov> (дата обращения 14.01.2010).