

ПОМИЛКИ РЕГУЛЯТОРНОЇ ТА МАКРОЕКОНОМІЧНОЇ ПОЛІТИКИ ЯК ДЖЕРЕЛО ВИНИКНЕННЯ ТА ПОШИРЕННЯ СВІТОВОЇ ФІНАНСОВОЇ КРИЗИ

Стаття присвячена дослідженню регуляторних помилок , що створили передумови виникнення світової фінансової кризи. Особливу увагу приділено розповсюдженню кризових явищ у реальній сектор економіки, та аналізу шляхів поширення на економіки країн, що розвиваються.

Постановка проблеми. Наразі світове співтовариство працює над подоланням глобальної фінансової кризи та її наслідків, а також створенням нової світової фінансової системи, яка могла б уникнути її повторення в майбутньому та забезпечила стале зростання світової економіки в усіх регіонах. Успіх цього процесу залежить, перш за все, від того, чи стане нова система результатом узгоджених дій як розвинених країн, так і країн, що розвиваються, а також від того, наскільки вона буде позбавлена регуляторних помилок що призвели до кризових явищ. У зв'язку з цим першочерговим завданням є вивчення та аналіз передумов, що створили підґрунтя для зародження світової фінансової кризи.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Найбільш детально дана тема досліджується у роботах фахівців країн, економіки яких відчули вплив кризових явищ вже на перших етапах [2-5, 9]. Досить детально дана проблема висвітлюється у публікаціях міжнародних організацій (МВФ, Світовий Банк, UNCTAD) [1, 6-8, 10-11]. Наявність достатньої статистичної та прогнозної інформації, наданої державними, міжнародними структурами та організаціями [12-17], дає можливість використання глибокого аналітичного підходу до вивчення даної проблеми.

Невирішена раніше частина загальної проблеми. На думку автора, дана тема не отримала достатньої уваги з боку вітчизняних науковців. Опубліковані роботи, як правило, розглядають окремих, інколи суто регіональний аспект розвитку кризи та канали її поширення, надаючи рекомендації щодо

короткострокових заходів подолання кризових явищ та щодо загальних напрямів реформування світової фінансової системи. У той же час, не достатньо уваги приділено комплексному поетапному вивченню кризового процесу, зокрема, з огляду на причино-наслідкові зв'язки між рушіями кризи, починаючи з її зародку. Крім того, на нашу думку, з метою визначення засад функціонування механізму відповідальності найпотужніших економік за стабільність світової економічної системи, детального аналізу потребують глобальні фінансові чинники вразливості економік країн, що розвиваються.

Постановка завдання (цілі статті). Стаття має на меті : 1. Дослідити хиби макроекономічної, фінансової та регуляторної політик у розвинених країнах та країнах, що розвиваються, що створили передумови для виникнення та поширення світової фінансової кризи; 2.Визначити шляхи переростання локальних фінансових криз у глобальну економічну кризу. 3. Обґрунтувати основні засади та напрямки посткризової макроекономічної політики, спрямованої на стале зростання.

Викладення основного матеріалу. Фундамент сучасної кризи було закладено ще у 2001-2002 роках, коли зростання економіки США знаходилося під загрозою через крах компаній ІТ сектору та кризи 2000-2001 років. З метою запобігання тривалій економічній рецесії, Федеральна Резервна Система США запровадила агресивну монетарну політику зниження облікової ставки та ставки за короткостроковими кредитами, покликану збільшити пропозицію грошей, чим сприяти відновленню споживчого попиту [17]. Такі кроки не лише відвернули глибоку рецесію, але водночас спричинили надлишок ліквідності у економіці, що стимулювало споживання та активність на ринку нерухомості. Негативний вплив ІТ кризи також поширився на інші розвинені країни, де центральні банки також проводили результативну політику регулювання вартості грошей. Завдяки узгодженим діям урядів коротка рецесія змінилася періодом динамічного зростання з низькою вартістю капіталу у США та більшості розвинених країн.

Відповідно до аналітичного звіту країн G-20 [1], основним каталізатором кризи, що стимулював споживчий попит та перегрів ринку нерухомості, став бурхливий розвиток фінансових інновацій на Уолл Стріт, спричинений пошуком інвесторами високих рівнів дохідності в умовах низьких відсоткових ставок.

На нашу думку, в умовах дерегуляції фінансових ринків протягом 2003-

2007 років мала місце глобальна недооцінка кредитного ризику оскільки процес впровадження фінансових інновацій супроводжувався слабкою регуляторною політикою, а самі фінансові інструменти не підлягали ефективному контролю, що призвело до зростання рівня глобального ризику.

Кризовий потенціал фінансового провідних економік зростав завдяки: послабленню стандартів оцінки ризику рейтинговими агентствами та хибному ризик-менеджменті з боку інвесторів, інвестиційні стратегії яких часто передбачали інвестиції в активи з високим ступенем ризику; широке використання кредитних коштів в тому числі в угодах злиття та поглинань, поглинань з використанням кредитних коштів та операціях carry trade. Поява дисбалансів у фінансовій системі стала неминучою через неконтрольований розвиток кредитування, падіння його стандартів та кредитоспроможності позичальників, а також через зростання цін на нерухомість стимульоване штучним попитом.

Як зазначається у доповіді дослідницької групи G-20 на тему дисфункціонування глобального кредитного ринку [1], активність на іпотечному ринку США була спричинена як факторами попиту, так і факторами пропозиції. З точки зору попиту іпотека стала більш доступною завдяки низьким відсотковим ставкам та змінам у американському податковому законодавстві. З точки зору пропозиції, відбувалося зростання обсягу коштів, доступних для сегменту позичальників з низьким рівнем кредитоспроможності (так звані позичальники subprime). Це, в свою чергу, започаткувало дві важливі тенденції на ринку іпотеки, завдяки яким іпотечні кредити стали більш доступними:

- 1) Зміна бізнес-моделі іпотечного ринку. Кредити та ризики, що пов'язані з ними активно вилучалися з балансів банків, а сек'юритизація все частіше використовувалася для залучення коштів на фінансовому ринку.
- 2) Стрімке поширення фінансових інновацій залучало до ринку іпотечних кредитів широке коло інвесторів.

Нова модель іпотечного кредитування «генеруй та поширюй», доповнена сек'юритизацією, значно вплинула на структуру американського ринку іпотеки. Відповідно до аналітичного звіту Міжнародного валютного фонду та G 20 [6,1] сама по собі сек'юритизація не була новим явищем, оскільки і раніше більшість якісних кредитів (категорії «prime») продавалися іпотечним агентствам Fannie

Має та Freddie Mac, які проводили сек'юритизацію цих кредитів. Новим елементом стала саме сек'юритизація кредитів «subprime», а також зростання участі фінансових установ у цьому процесі. Варто зауважити, що на той час такі зміни розглядалися як позитивний крок, що дозволяв диверсифікувати кредитний ризик завдяки залученню ширшого кола інвесторів.

Модель «генеруй та поширюй» містила в собі цілий комплекс заохочень для фінансових інституцій, що спричинили очевидний конфлікт інтересів. Фінансові установи стали учасниками нового бізнесу, де прибутковість визначалася обсягами та кількістю угод, а отже, менша увага приділялася аналізу платоспроможності позичальника, оскільки кінцевий ризик передавався іншому інвестору.

Як правило, основним завданням фінансових інновацій було підвищення рейтингу та якості базових активів, оскільки інвестиційні правила великих фінансових установ накладали обмеження щодо інвестування коштів у цінні папери низького класу, якими й була значна частина іпотечних кредитів. Структурування ж кредитів з низьким рівнем рейтингу передбачало розподіл боргових зобов'язань за різними сегментами ризику, застосування до них різних варіантів субординації та використання значного забезпечення з метою підвищення рейтингу до бажаного рівня [1,6,12].

Доступність кредитування призвела до збільшення попиту на нерухомість та зростання цін. Це означало підвищення вартості застави, а отже, сприймалося ринком як підвищення надійності іпотечних продуктів та пов'язаних з ними структурних продуктів. З іншого боку, якість кредитних портфелів значно знизилася. За таких умов єдиним джерелом стабільності системи була вартість базового активу, застави, тобто ціни на нерухомість.

Подальший розвиток події у США та переломний кризовий момент красномовно характеризує «закон», сформульований відомим американським економістом Гербертом Штайном, – «якщо щось не може тривати вічно, воно й не буде тривати» [3]. Двозначні темпи зростання цін на нерухомість та її завищена вартість означали перегрів ринку, досягнення максимальних цінових рівнів та високу ймовірність корекції цін на активи. Каталізатором кризи стало збільшення у 2006 році кількості дефолтів за «subprime» кредитами в результаті чого ставлення інвесторів до ризику стало більш критичним [2]. Автори звіту G-20 відзначають, що у цей час період дії низьких ставок за кредитами subprime завершувався для значної кількості позичальників, а отже, розмір платежів

зростав на 50% та більше. В умовах обмеженості рефінансування та песимістичної оцінки ринком ймовірності погашення іпотечних кредитів посилювався тиск на вартість нерухомості, що означало знецінення застави.

Дефолти за кредитами, падіння цін на нерухомість та втрати від знецінення структурних фінансових продуктів, пов'язаних з іпотечними кредитами, надзвичайно негативно вплинули на діяльність фінансових установ. Отже, фінансові інновації не відіграли роль інструменту диверсифікації та мінімізації ризику, а навпаки – сприяли поширенню нестабільності, невизначеності та кризових явищ з окремого сегменту ринку іпотеки до фінансових ринків в цілому, призвели до кризи довіри, знецінення усіх класів активів, масштабних збитків та банкрутств, а також спричинили колапс на ринках капіталу. Політика ж зниження облікових ставок у США та Європі не дали бажаного ефекту та не змогли відвернути виникнення кризи та її поширення з фінансового на реальний сектор економіки [1, 6, 17, 18].

Наслідком реакції на ситуацію, що склалася, стало зниження індексу довіри споживачів, що відображає настрої споживачів та їх схильність до споживання чи заощадження [12]. В той же час, поступово вже відбувалося поширення кризи в інші країни, в першу чергу у розвинені, що мали безпосереднє відношення до ринку іпотечних кредитів subprime США та структурних фінансових продуктів. Дана тема широко розкривається у роботі *Emerging Europe: The Crisis and the Recovery* [4], де автори відзначають ряд спільних рис на ринках різних країн на момент зародження кризи, зокрема, глобальну переоцінку ризику, падіння ліквідності та, для деяких європейських фінансових установ, нестачу доларового фінансування.

Тривала фінансова криза не могла не відобразитися на реальному секторі економіки і загрожувала рецесією на глобальному рівні. Випереджаючі індикатори такі, як зростання безробіття, падіння ділової активності, корекція цін на товарних ринках та інші ясно вказували на неминучість рецесії у США. Сама ж рецесія стала результатом існування дисбалансів в економіці та штучного перегріву ринків [1, 13, 16].

Після банкрутства Lehman Brothers у другій половині вересня 2008 року світові лідери вдалися до швидких та прагматичних дій щодо запобігання колапсу світової банківської системи. Однак, каталізатори банківської кризи були вже незворотними, а втрати (1.3 трлн. доларів США) значно перевищили обсяг ринку іпотечних кредитів subprime на момент початку кризи. За оцінками

ФРС падіння цін на нерухомість та зниження фондових індексів призвели до втрати 2.4 трлн. доларів лише за вісім місяців 2008 року [19]. У свою чергу, за прогнозами МВФ у 2010 році збитки, пов'язані з простроченими кредитами та сек'юритизованими активами, лише у США досягнуть 2.7 трлн. доларів, а світові втрати становитимуть 4.1 трлн. доларів. При цьому 61% припадатиме на банки, решта ж на страхові компанії, пенсійні фонди та інших учасників ринку [14]. Загальні ж втрати, пов'язані зі знеціненням активів у всьому світі, згідно з дослідженням Claudio M. Loser. *Global Financial Turmoil and Emerging Market Economies* [9], сягнуть 50 трлн. доларів. Значні сукупні втрати неминуче відображаються на статках домогосподарств і відповідно, на думку автора, що обмежують споживання стимулюючи заощадження.

Фінансова криза переросла у економічну, що означало значне уповільнення економічної активності та рецесію у більшості розвинених країн. Слід підкреслити, що аналізуючи причини фінансової кризи, автор вважає доцільним відокремлення факторів, які спричинили кризу у США, від тих, що посирили її вплив та поширили до розвинених країн та країн, що розвиваються. Така думка знаходить підтримку у роботі науковців Стефані Гріффіт-Джонс та Хосе Антоніо Окампо[3]. Серед ключових факторів, що призвели до кризи на ринку іпотечних кредитів subprime, слід виділити низькі відсоткові ставки, безпечне економічне середовище, що заохочувало кредитування та сприяло зацікавленості інвесторів у високодохідних структурних продуктах. У свою чергу, сама система регулювання сприяла зростанню сек'юритизації та розповсюдженню моделі «генеруй та поширюй».

На поглиблення та поширення кризи вплинув цілий ряд факторів, зокрема, непрозорість складних структурних фінансових продуктів, що оберталися на позабіржовому ринку, складність та відсутність досвіду оцінки справедливої вартості активів під час кризи, низька якість систем ризиків менеджменту усіх учасників фінансового ринку та особливо – оцінки ризику ліквідності. Також слід відзначити високий рівень кредитного навантаження, низький ступінь розкриття інформації та підвищену довіру до кредитних агентств [1,3].

На перших етапах виникнення кризи більшість економістів та учасників ринку підтримували думку, що негативні наслідки для країн, що розвиваються будуть мінімальними. При цьому в якості основних аргументів наводилися незначна участь фінансових установ країн, що розвиваються, у операціях з інструментами іпотечного кредитування subprime, менша залежність від ринків

капіталу та слабка інтеграція у світову фінансову систему. Очікувалося, що падіння економічної активності та можлива рецесія у розвинених країнах буде компенсована потужним економічним зростанням у країнах, що розвиваються, в першу чергу у групі BRIC . Такі висновки, на думку автора, були малообґрунтованими оскільки робилися лише на основі прямих факторів впливу та тверджень теорії, яка висувала гіпотезу, що економіки країн, що розвиваються, протягом останніх років стали менш залежними від розвинених країн, а їх зростання стало незалежним процесом. Однак, криза засвідчила, що процес глобалізації зробив економіки різних країн ще більш взаємозалежними [3].

Відповідно до дослідження науковців Стефані Гріффіт-Джонс та Хосе Антоніо Окампо [3], кризові явища у країнах, що розвиваються, почали виявлятися у другій половині 2008 року внаслідок зміни трьох позитивних тенденцій попередніх років, а саме: збільшення інвестицій, зростання цін на світових товарних ринках та значних потоків коштів трудових мігрантів з-за кордону. Через кризу відбулося значне погіршення економічних умов у країнах, що розвиваються, на фоні відтоку приватного капіталу та зниження обсягів міжнародної торгівлі [8, 16].

Зростання цін у 2003-2008 роках було вражаючим за інтенсивністю та масштабами охоплення різних груп товарів досягаючи найвищих темпів у сировинних товарах, зокрема, нафті та товарах енергетичної групи. Головною фундаментальною причиною такого росту був дефіцит капітальних інвестицій у добувну галузь протягом останніх двох десятиріч на фоні зростання попиту з боку Китаю. На думку автора, серед факторів зростання цін слід також відзначити суто спекулятивний перегрів ринків та вплив значних коливань курсу американського долара [2].

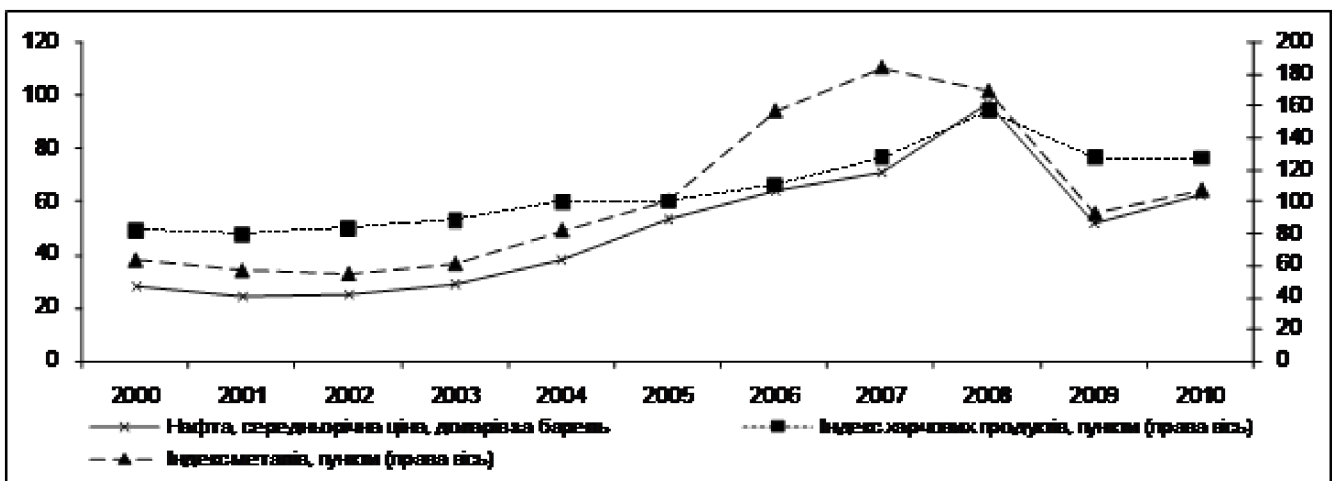


Рис. 1 Динаміка цін на основні товарні групи [14]

Головним шоком, якого зазнали експортоорієнтовані країни, що розвиваються, від падіння обсягів світової торгівлі та цін на світових товарних ринках, став дефіцит поточного рахунку, що спричинив девальвацію національних валют, падіння обсягів промислового виробництва, зростання безробіття та економічну рецесію. Окрім того, це негативно позначилося на кредитоспроможності позичальників та спричинило зростання кількості дефолтів, таким чином ще більше обмежуючи доступ позичальників до кредитних та капітальних ресурсів на фоні зростання їх вартості. Слід зауважити, що більшість країн-експортерів нафти та деякі експортери металу накопичили значні обсяги валютних резервів у стабілізаційних фондах, що частково нівелювало ефект негативних зовнішньоторговельних потоків. Однак, як зазначається у роботі «Фінансова криза та її вплив на країни що розвиваються» [3], значна кількість країн, зокрема, експортерів сільськогосподарської продукції не мали таких резервів, а отже, не могли використовувати їх для протидії зовнішнім шокам.

Наступним шляхом значного поширення кризових явищ є приватні портфельні інвестиції, обсяг яких стрімко зростав у 2006-2007 роках. З другої половини 2008 року мало місце скорочення інвестицій, вилучення капіталу та, як результат, зростання його вартості. В міру загострення кризи у розвинених країнах та збільшення волатильності на ринках країн, що розвиваються, почала набирати обертів тенденція вилучення портфельних інвестицій та закриття позицій за операціями carry trade, що призвело до значного відтоку коштів з країн, що розвиваються, та їх реінвестування у низькоризикові активи розвинених країн, зокрема, державні казначейські облігації США та аналогічні надійні інструменти. У зв'язку з цим поволі загострення кризи, фондові ринки країн, що розвиваються, зазнали падіння, яке у кілька разів перевищило падіння індексів на розвинених ринках [1, 7].

Як зазначається у роботі «Європейські країни що розвиваються: криза та відновлення економік» [4], через вилучення портфельних інвестицій найбільшого впливу зазнали транзитивні економіки центральної та східної Європи, що мали значний дефіцит поточного рахунку та яким була притаманна вразливість банківської системи.

Підсумовуючи вплив сегменту портфельних інвестицій, автор вважає за

доцільне підкреслити, що вилучення коштів з фондів спільного інвестування, хедж фондів та закриття позицій carry trade, по-перше, призвело до обвалу фондових індексів та знецінення активів. По-друге, це спричинило потужний тиск на національні валюти країн, що розвиваються, який, відповідно, і викликав девальвацію навіть у тих країнах, які мали значний профіцит поточного рахунку. При цьому слід зауважити, що у більшості випадків рішення про вилучення коштів з країн, що розвиваються, інвестори приймали ґрунтуючись лише на ринкових настроях та зміні глобального ставлення до ризику. Дана теза знаходить підтвердження у роботі науковців Стефані Гріффіт-Джонс та Хосе Антоніо Окампо [3].

Негативна тенденція спостерігалася і у сфері прямих інвестицій. Згідно з даними UNCTAD, у 2008 році прямі іноземні інвестиції скоротилися на 15%, до 1.6 трлн. доларів, порівняно з історичним максимумом 1.9 трлн. доларів у 2007 році, коли мало місце 20% зростання [10, 11]. При цьому обсяг прямих іноземних інвестицій у розвинені країни скоротився на 25%, в той час, як у країни, що розвиваються, та транзитивні країни зріс на 7 та 24% відповідно. У третьому кварталі 2008 року вже спостерігалось значне скорочення інвестицій, а також поодинокі випадки відтоку у четвертому кварталі. В цей час вже практично зупинилися залучення коштів на ринках капіталів та боргових паперів та міжбанківське кредитування. У галузевому розрізі найбільш постраждали нерухомість та сировинні галузі, де відбувалося значне падіння цін. У регіональному розрізі найбільш гостро скорочення прямих інвестицій торкнулося країн Латинської Америки та Африки. Щодо 2009 року, то за перше півріччя відбулося скорочення прямих іноземних інвестицій на 54%. Загалом же за результатами року очікується 50% падіння, відповідно на 60% у розвинені країни та на 25% у країни, що розвиваються. За прогнозами UNCTAD стабілізація інвестиційного потоку очікується вкінці 2009 року, а відновлення у 2010 році [10, 11].

У сегменті офіційних капітальних потоків ситуація виглядає дещо інакше. Офіційна допомога для розвитку країнам, що розвиваються, зросла з 57 млрд. доларів у 2002 до 107 млрд. доларів у 2005 році та скоротилася у 2007 до 104 млрд. доларів [14, 16]. Головною проблемою у сегменті офіційної фінансової допомоги, на думку автора, а також західних економістів [3], є низькі темпи її зростання та недостатність обсягів у той час, коли потреба в ній значно зростає.

Криза також негативно вплинула на торговельне фінансування, в тому

числі на торговельні кредити [1]. Однак ряд країн, зокрема, Бразилія, спрямовували власні валютні резерви на підтримку експортерів, що не мали доступу до інших джерел фінансування. Також через низький рівень банківського капіталу у країнах, що розвиваються, спостерігалось обмеження банківського кредитування. Дані Інституту міжнародних фінансів [20] свідчать, що банківське кредитування у країнах, що розвиваються у 2008 році скоротилося до 167 млрд. доларів США з максимуму 410 млрд. доларів США у 2007 році. У 2009 році очікується подальше скорочення до 60 млрд. доларів США.

Наступною проблемою у кризовий період, на думку автора, є високий рівень планових виплат за позиками приватними позичальниками у 2009 році, який згідно з прогнозами складе 250 млрд. доларів у 2009 році. Велика кількість країн, що розвиваються, значно наростили короткострокову заборгованість у 2007 та 2008 роках, таким чином ставши більш вразливими та погіршивши свою короткострокову ліквідність [3].

Грошові перекази трудових мігрантів є меншими за обсягами порівняно з іншими формами міжнародних потоків капіталу та водночас більш складними для аналізу та статистичної оцінки. Тим не менш, автор вважає за доцільне дослідити їх вплив з огляду на той факт, що для певних регіонів вони склали суттєву частину сукупних валютних потоків.

Результати вивчення даної проблеми зарубіжними економістами [3] свідчать, що після початку кризи спостерігалось падіння темпів зростання або, у поодиноких випадках, навіть скорочення обсягів грошових переказів. Загалом, за оцінками Світового банку [16], у 2008 році грошові перекази трудових мігрантів у країни, що розвиваються, зросли на 7% до 305 млрд. доларів, відображаючи уповільнення порівняно 16% у 2007 році. У 2009 році очікується 5% падіння до 290 млрд. доларів. Таким чином, на основі статистичних даних та досліджень можна зробити висновок, що грошові перекази трудових мігрантів демонструють відносну стійкість у кризовий період та є менш масштабними порівняно з іншими формами фінансових потоків, однак, на думку автора, у випадку довготривалої та глибокої рецесії існує висока ймовірність суттєвого скорочення грошових переказів.

Висновки. 1. Світова фінансова криза стала наслідком грубих помилок у сфері регулювання фінансового сектора не лише у США, але й у більшості розвинених

країн. Історія функціонування фінансових ринків у США та розвинених країнах свідчить про їх циклічність та неминучість криз у разі неконтрольованого, штучно стимульованого зростання, що в разі перевищує темпи реального економічного розвитку. Події 2003-2008 років демонструють недалекоглядність, в першу чергу державних органів США та розвинених країн, що мали б попередити такі події та створити умови для накопичення резервів, які згладжували б вплив економічних та фінансових циклів. Окрім того, очевидною виглядає необхідність адекватного регулювання діяльності професійних інвесторів, які, на думку автора, підтвердили свою орієнтованість в основній масі на отримання короткострокових прибутків ігноруючи принципи сталого економічного зростання.

2. Результатом локальних помилок у найбільш розвинених країнах стала глобальна фінансова криза, що швидко переросла у економічну. Більшість країн, що розвиваються, зазнали сильних зовнішніх шоків, що поширювалися каналами реальної економіки та особливо вдарили по експортозалежним країнам зі слабким внутрішнім ринком. В результаті, на думку автора, перед країнами з відкритою економікою та значною експортною залежністю у короткостроковому періоді постає завдання відновлення нормального функціонування економіки. У середньостроковому та довгостроковому періодах пріоритетом має бути розробка нової стратегії сталого розвитку, в основі якої має бути більша диверсифікація зовнішньої торгівлі, розвиток внутрішнього товарного та капітального ринків з метою зменшення залежності від коливань цін, попиту та пропозиції на світових товарних ринках та фінансових ринках.

3. В той же час, наголошуємо на неможливості ефективного розвитку економіки в умовах її ізоляції, зважаючи на глибоку інтеграцію та взаємозалежність глобальних економічних процесів. Тому, як сама криза, посткризова відбудова економіки та створення нової системи має відбуватися глобально за участю як розвинених країн, так і країн, що розвиваються.

4. Аналогічно, на міждержавному рівні має діяти глобальна регуляторна система, покликана попереджати виникнення криз та відповідати за створення офіційних ресурсів контрциклічної підтримки, а також фінансової підтримки для країн, що страждають від зовнішніх економічних шоків, не пов'язаних з внутрішньою економічною політикою.

Список літератури

1. G-20 Study Group on Global Credit Market Disruptions // G-20, Paper Prepared by Australia, 2009. - P. 1-55.
2. Stephan Danninger, Ravi Balakrishnan, Selim Elekdag Irina Tytell. How Linkages Fuel the Fire: The Transmission of Financial Stress from Advanced to Emerging Economies // IMF World Economic Outlook, April 2009. - P. 15-23.
3. Stephany Griffith-Jones, Jose Antonio Ocampo. The Financial Crisis and its Impact on Developing Countries // UNDP, Working Paper, January 2009. - P. 1-20.
4. Justin Patrie, Bruce Jeffrey, Alice Mummery, David Blagden, Jean-Paul Pigat. Emerging Europe: The Crisis and the Recovery // Business Monitor International, 1 April 2009. - P. 33-55.
5. Barry Eichengreen, Carlos Arteta. Banking Crises in Emerging Markets: Presumptions and Evidence // Institute of Business and Economic Research, Center for International and Development Economics Research, University of California, Berkeley, 2000. - P. 4-35.
6. From Recession to Recovery: How Soon and How Strong? // IMF World Economic Outlook, April 2009. - P. 97-133.
7. Crisis and Recovery // World Economic Outlook, International Monetary Fund, World Economic and Financial Surveys, April 2009. - P. 23-64.
8. An Update of the key WEO Projections // World Economic Outlook, International Monetary Fund, World Economic and Financial Surveys, July 8 2009. - P. 1-8.
9. Claudio M. Loser. Global Financial Turmoil and Emerging Market Economies: Major Contagion and a Shocking Loss of Wealth // Asian Development Bank, Centennial Group Latin America, 2009. - P. 1-28.
10. World Investment Report 2007, Transnational Corporations, Extractive Industries and Development // United Nations Conference on Trade and Development, 2008. - P. 22-30.
11. World Investment Prospects Survey 2009-2011 // United Nations Conference on Trade and Development, 2009 P. 20-85.
12. Інформаційна система Bloomberg
13. Інформаційна система Thompson Analytics

14. <http://www.imf.org>
15. <http://www.unctad.org>
16. <http://www.worldbank.com>
17. <http://www.federalreserve.gov/fomc/fundsrate.htm>
18. <http://www.nahb.org>
19. <http://www.federalreserve.gov>
20. <http://www.iif.com>