

О. В. Олійник,
магістр, ДВНЗ "Київський національний економічний університет
імені Вадима Гетьмана"

НОВА РОЛЬ МАКРОЕКОНОМІЧНИХ ЧИННИКІВ ВАЛЮТНИХ КУРСІВ ТА ВІДСОТКОВИХ СТАВОК В УМОВАХ ГЛОБАЛЬНОЇ ФІНАНСОВОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ

У статті розглядаються роль валютних курсів та відсоткових ставок у розгортанні фінансової кризи на глобальний рівень. Також у роботі проаналізовано дії центральних банків США, ЄС та азійських країн щодо регулювання валютних курсів та відсоткових ставок заради мінімізації наслідків кризи.

The article shows the role of exchange rates and interest rates in the deployment of financial crisis on the global level. Also it is analyzed the central banks of U.S., EU and Asian countries for the regulation of exchange and interest rates for minimizing the consequences of the crisis.

Ключові слова: глобалізація, відсоткові ставки, валютні курси, міжнародна економіка, світова фінансова криза, фінансові ринки, антикризова політика.

Key words: globalization, interest rates, exchange rates, international economics, global financial crisis, financial markets, the anti-crisis policy.

ВСТУП

Глобальна економічна криза однією зі своїх причин мала недосконалість існуючої світової фінансової системи. Бреттон-Вудська система, створена у 1946 році у повоєнний час, у іншій глобальній політичній конфігурації і на іншому ступені розвитку світової економіки, вже давно не відповідала потребам фінансових організацій світу.

Різниця валютних курсів та відсоткових ставок в умовах глобалізації фінансового ринку мали наслідком суттєве зростання розміру вільних потоків капіталу, що постійно переміщувався між різними країнами та ринкам у пошуках максимального прибутку. Саме цей вільний капітал, який за своїми розмірами почав перевищувати бюджети та розміри валютних запасів більшості країн світу спровокував кризи в Ісландії, країнах Прибалтики, Угорщині, Україні. Тому створення нової ефективної регулятивної системи валютних курсів та відсоткових ставок є однією з ключових проблем сучасної економічної думки.

АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ

Проблемі валютних курсів у світі значну увагу приділяють Міжнародний валютний фонд, Організація Об'єднаних націй, політичні лідери найбільш розвинених країн світу (G-20). В Україні роль валютних курсів у розпалюванні світової фінансової кризи проаналізовано проф. А.Гальчинським. На його думку, криза призведе до змін світової фінансової системи, її децентралізації, а можливо, і до змін статусу грошей [1].

МЕТА ДОСЛІДЖЕННЯ

Дослідити роль різниці валютних курсів та відсоткових ставок в різних країнах під час поширення світової фінансової кризи.

РЕЗУЛЬТАТИ ДОСЛІДЖЕННЯ

Аналіз економічної кризи, що вибухнула спочатку в розвинених економіках, дає можливість заявити про кінець глобальної "бреттон-вудської" системи, яка зробила можливим послідовне глобальне процвітання та ва-

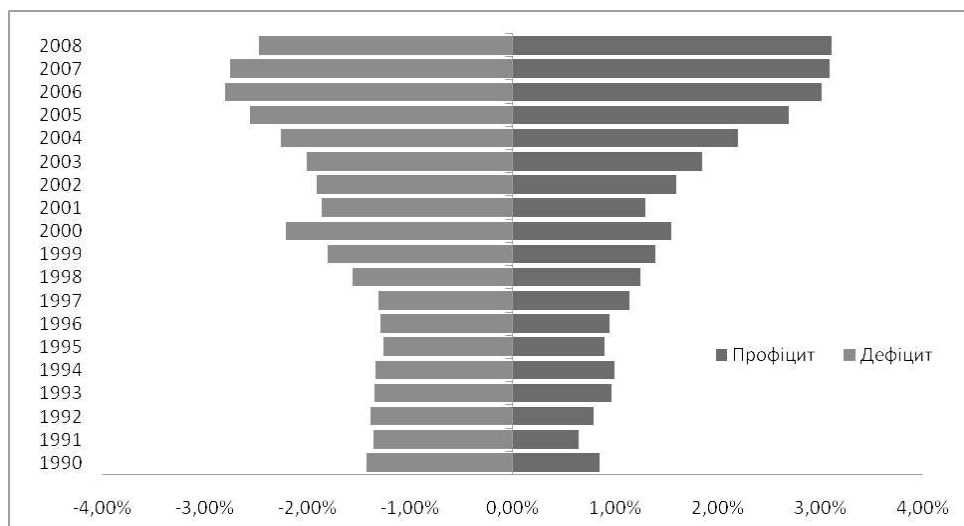


Рис. 1. Глобальний баланс поточного рахунку у 1990—2008 роках, у % ВВП за даними 122 країн¹

лютну стабільність протягом останніх двох десятиліть. З тих пір стало можливим визначити, з одного боку, "англосаксонську" частину глобальної економіки, в якій економічна політика з початку 1980-х років була відносно успішною у сфері стимулювання економічного зростання та створення робочих місць, а з другого боку, європейсько-японську частину, де зростання залишалось млявим і економічна політика проводилась без будь-якої чіткої і послідовної думки про те, як користуватися більшою монетарною незалежністю.

Споживчий бум в США з початку 1990-х років не фінансувався з реальних внутрішніх джерел. Значною мірою він був обумовлений спекулятивним міхуром, який наповнював фондові ринки та ринок житла. "Ефект багатства" від підвищення цін на житло або товари призвів до того, що домогосподарства у Сполучених Штатах і у Великобританії почали займати і споживати далеко за рамками реальних доходів.

Поруч з дефіцитом по рахунку поточних операцій і перевитратами в англосаксонській економіці існували заощадження в іншому місці. Частина континентальної Європи, зокрема Німеччина, а також Японія зацікавлені у політиці "затягування поясів", в результаті чого повільно або взагалі не зростає заробітна плата та споживання.

Ці глобальні дисбаланси стали причиною швидкого розповсюдження фінансової кризи, яка зародилася в США, на багато інших країн, тому що дисбаланс поточного рахунку є відображенням дисбалансу капіталу: країна з профіцитом поточного рахунку, утвореним різницею між експортною виручкою та витратами на імпорт, кредитує країни з дефіцитом поточного рахунку.

Світова економіка потребує вирішення двох основних дисбалансів. Перший великий дисбаланс можна простежити на циклічній поведінці фінансування. Американський економіст Дж. Ітвел [4] вказував на те, що ризик фінансової кризи загострювався зростаючою однорідністю поведінки інвесторів і проявом системних ризиків у макроекономіці. Ці аспекти нинішньої фінан-

сової системи, які створюють для циклічності фінансового капіталу особливу загрозу у разі невірної регулювання. Інвестори сьогодні мають такий же доступ до інформації, використовують фінансових фахівців, які шукають ті ж короткострокові вигоди, і діють через несегментований або гомогенний ринки. Це значно підвищує фінансові ризики для підприємства.

У відповідь на поточну кризу закордонними вченими пропонується введення додаткових макроекономічних і мікроекономічних фінансових правил, які будуть

запобігати знищенню цінними міхурами на активи значних запасів багатства. В рамках цих пропозицій існують різні ідеї, деякі з яких безпосередньо відносяться до цього типу проблеми, а деякі — до більш широкого кола потенційних небезпек, в тому числі однорідності та взаємозв'язків між мікро- і макроекономічними ризиками. Вони полягають в наступному:

- вдосконалити стандарти оцінки та прозорості у відношенні структурованих фінансових продуктів [4; 6; 7];

- реалізувати деякі протициклічні заходи в стандарті Базель II, який в нинішньому вигляді, викликає "стадну" поведінку, оскільки всі банки використовують одні ті ж ризик-моделі, що вказують на зниження ризику в ході розширення і високий ризик під час стиснення ринків [8; 9];

- здійснювати макроекономічний контроль, який збільшує витрати на короткострокове залучення капіталу, у вигляді контролю за рухом капіталу [4].

Другим, і менш конкретним, є економічний дисбаланс, викликаний залежністю від трьох найбільших світових валют: долара, євро та ієни. Домінування цих валют і їх відношення до економіки країн, що розвиваються, сприяли поширенню фінансової кризи.

Суттєвий вплив на глобальний ринок короткострокового капіталу створило різке падіння курсу ієни у "керрі-трейдингу". При цьому ієна була однією із сторін в даному виді операцій світового фінансового капіталу протягом багатьох років. Закордонні позичальники, зокрема хедж-фонди, були раді отримати капітал, деномінований у ієні, і японські інвестори отримували прибуток за рахунок більш високих процентних ставок на інших закордонних ринках. Однак, починаючи з середини 2007 року, з початком кредитної кризи, "керрі-трейдинг" з ієною почав працювати у зворотному напрямі. Ієна почала повертатися до Японії, коли процентні ставки впали на інших ринках. Відповідно, після того як ієна повернулася до Японії, обмінні курси в інших місцях почали знижуватися.

Серйозні проблеми випробовує також Європейсь-

¹ Розрахунки Секретаріату ЮНКТАД на основі даних Thomson DataStream.

кий центральний банк, який обслуговує євро. В той час, коли президент ЄЦБ Жан-Клод Тріше і його колеги готуються знизити процентні ставки до рекордно низького рівня, 16 держав зони євро знаходяться в стані рецесії глибше, ніж це передбачалося як гірший варіант на 2009 рік. Між тим, все більше економістів вважають, що ЄЦБ ризикує стати швидше частиною проблеми, ніж вирішенням, оскільки посадові особи сперечаються з приводу того, як сильно вони можуть скоротити ставки і чи слід використовувати більше нетрадиційних методів для поживлення економічного зростання.

Дилема для Ж.К.Тріше полягає в тому, що зниження вартості кредитів занадто низько може спричинити кризи в майбутньому. Після скорочення базового курсу на 2,25 відсоткових пункти на початку жовтня 2008 року планується, що ЄЦБ опустить його ще нижче, до 1,5%. ЄЦБ у грудні 2008 спрогнозував, що економіка європейського регіону скоротиться на 0,5% у 2009 році. У якості гіршого варіанта прогнозувалось скорочення на 1%. Сьогодні провідні фінансові установи Європи прогнозують річний спад на 2,2%.

Іншими перешкодами на шляху відновлення потенціалу європейських компанії є скорочення ними бюджетів і фондів заробітної плати, що загрожує споживчим витратам та інвестиціям. При цьому європейські компанії змушені урізати більше ніж іноземні конкуренти, оскільки вони намагаються знизити рівень заборгованості, що майже в два рази вищий, ніж у їхніх колег у США.

Уряди деяких країн Єврозони зараз страждають через борги, які вони створили під час буму або через дефіцит бюджету, який зараз зростає. Відповідно це звужує їх можливості у допомозі економічному росту, і навіть піднімаються питання про те, чи зможе зона євро зберегти свою нинішню форму. Вартість страхування ірландської, грецької та іспанської заборгованостей проти дефолту збільшилася до рекордних позначок.

Проблема для ЄЦБ полягає в пошуку можливостей допомогти своїй економіці, які обмежені правилами Європейського Союзу, що забороняють купувати облігації урядів. Будь-яке політичне рішення про використання відкритого ринку може розпалити суперечку щодо того, в яких саме країн будуть куплені цінні папери. Функції також обмежені із-за відсутності в масштабах всього регіону фінансової адміністрації, що буде приймати всі витрати, які вона може понести.

Ж.К. Тріше зауважив, що ЄЦБ має ті ж проблеми, що й ФРС США, але, крім цього, має і додаткові проблеми. Попри все європейські економісти очікують, що ЄЦБ почне купувати корпоративні цінні папери для зниження вартості запозичень і накачування грошей в економіку. Проте ефект може бути меншим, ніж у США, де ринок комерційних паперів більший.

ЄЦБ може також слідувати прикладу Швейцарського національного банку, зменшивши три- та шестимісячні відсоткові ставки на ринку грошей.

У свою чергу, Конференція Організації Об'єднаних Націй з торгівлі та розвитку (ЮНКТАД) заявила, що всім країнам, що постраждали від економічної кризи, яка проявилась в тому числі через зниження вартості валюти, слід проводити політику щодо стимулювання внутрішнього попиту. В світі існує необхідність багатосторон-

ньої координації валютної політики для боротьби із кризою, подібно до того, як Світова організація торгівлі (СОТ) регулює світову торгівлю. Замість циклічної політики "затягування поясів", яка була запропонована Міжнародним валютним фондом (МВФ) для країн, що постраждали від кризи, пропонується антициклічна політика з метою стимулювання економіки в умовах спаду [10].

ЮНКТАД заявив, що основною ідеєю створення МВФ було уникнення деструктивних конкурентних девальвацій, що руйнували світову економіку в 1930-і роки. У даний час існує потреба у добре проробленій системі глобального балансу переваг та недоліків кожної країни, що регулювало б валютні курси, так само, як СОТ регулює тарифи. У разі введені режиму такого типу, країнам для зміни свого валютного курсу необхідно буде обґрунтовувати таку потребу — у якості поправки на інфляцію або вартість робочої сили. При цьому реальні відсоткові ставки мають залишитися більш-менш постійними.

ЮНКТАД також заявив, що країнам, які розвиваються, краще всього витримати кризу збільшенням частки обробної промисловості в загальному обсязі торгівлі, підняти долю внутрішнього попиту у економічному зростанні, а також скоротити залежність від іноземного капіталу шляхом створення позитивного зовнішньоекономічного сальдо.

Найбільш схильні до кризи країни, які поєднують великий дефіцит поточного рахунку та зростання розмірів закордонних запозичень у приватному секторі, а також які постраждали від "керрі-трейдингу". Це призвело до втрати конкурентоспроможності у Бразилії, Угорщині, Ісландії, Іспанії, Румунії, Туреччині.

На думку ЮНКТАД, традиційні набори заходів у поєднанні з політикою "затягування ременів" є контрпродуктивними. Країнам, які були схильні до валютної спекуляції на різниці, необхідна реальна девальвація для відновлення конкурентоздатності, в той час як поєднання зростаючих процентних ставок і зниження державних витрат може поновити спекуляції.

Економісти запропонували різні обґрунтування для фіксованих або плаваючих валютних курсів у країнах, що розвиваються. Проте, на думку багатьох, це не є ті заходи, які повинні застосовуватися на міжнародному рівні. Економіки з фіксованим (або керованим) та плаваючим режимами валютного курсу є предметом поточної кризи.

Відтік короткострокового капіталу є небезпечною для країн з економікою, що розвиваються, оскільки вони стикаються з різким наслідком девальвації валюти і несподіваною кредитною кризою. Рекомендується, щоб країни, що розвиваються, захищали свої економіки антициклічною бюджетно-фінансовою політикою, в якій уряд використовує надлишки, отримані під час розвитку для захисту цих країн у разі виникнення кризи. Однак цього може виявитися недостатньо в умовах дуже значного відтоку капіталу, особливо тоді, коли економіка вже невелика, як у випадку з Ісландією. Контроль капіталу є спірним питанням, оскільки це може завадити поточним або майбутнім інвестиціям, хоча є приклад чилійської політики контролю капіталу через податкові або адміністративні заходи. Ці засо-

би протидії руху короткострокового капіталу були високо оцінені через їх ефективність у стримуванні відтоку капіталу.

Існують чотири політичні наслідки попереднього аналізу:

— по-перше, зміна номінального обмінного курсу, викликана "автономними" потоками капіталу (наприклад, не прив'язаного до потоку товарів), може — що дуже схоже на протекціоністські заходи — повною мірою компенсувати конкурентні переваги компанії і підвищити конкурентоспроможності в іншому випадку неконкурентоспроможної компанії;

— по-друге, стабільність номінального обмінного курсу не є достатньою для забезпечення рівних умов, якщо різниці цін між країнами продовжує існувати;

— по-третє, оскільки у середньостроковій або довгостроковій перспективі інфляція в основному визначає питомі витрати на робочу силу, тобто суму заробітної плати, яка виплачується для отримання однієї одиниці товару [12], то фіксація обмінного курсу вимагає узгодження умов на ринку праці в країнах;

— по-четверте, ідеальна вільна конкуренція між інноваційними фірмами може бути досягнута в світі диференціальів інфляції і різних валютях. Однак через недосконалість плаваючих і односторонньо зафіксованих валютних курсів, необхідна багатостороння структура про управління обмінними курсами, що дозволить постійно підтримувати реальні обмінні курси між її членами. Всі країни-учасники повинні погодитися з тим, що конкуренція буде проходити на мікрорівні, а не між державами.

Впровадження принципів, викладених вище, можливо, і могло б забезпечити кредитно-грошову та фінансову стабільності для всіх країн-учасників. Для досягнення цієї мети багатостороння монетарна структура має ґрунтуватися на вільному пересуванні капіталу і має регулюватися на сильних глобальних інститутах. Для забезпечення функціонування та ефективності такої системи, повинні застосовуватися наступні принципи: [12; 14; 15; 3]:

1. Забезпечення рівних умов — стабільні реальні обмінні курси:

— реальний обмінний курс підтримується на постійному рівні серед групи країн (по одному регіону або більше). Фундаментальні та довгострокових торгові дисбаланси не допускаються, оскільки всі країни-учасники зберігають свій рівень конкурентоспроможності;

— реальні обмінні курси, як правило, підтримується на постійному рівні шляхом формування інститутів ринку праці, які дозволяють управління номінальною заробітною плати таким чином, щоб відображати зростання продуктивності й зростання темпів інфляції в кожній країні;

— якщо номінальна заробітна плата не може бути вирівняна або якщо рівень інфляції розходиться, номінальні обмінні курси повинні бути скориговані для точного компенсування виникаючих розривів конкурентоспроможності.

2. Уникнення валютних спекуляцій — паритет відсоткових ставок:

— для уникнення великих доходів через спеку-

ляцію на валютних ринках номінальні обмінні курси повинні коригуватися відповідно до змін у рівнях відсоткових ставок у країнах;

— навіть якщо темпи інфляції не збігаються у часі, відображення відносного ПКС у валютних курсах на регулярній основі (щомісячно або щоквартально) буде видаляти значну частину стимулів для короткострокових спекуляцій у валюті.

3. Стійка симетрична відповідь:

— як і одностороння фіксація валютного курсу та плаваючі валютні курси схильні до спекулятивних атак, міжнародна фінансова системи, яка покликана звести до мінімуму спекулятивні атаки, повинна бути побудована на симетричній відповідальності;

— Країна з підвищеною вартістю валюти має необмежений потенціал для втручання (оскільки кошти можуть бути надруковані й у результаті інтервенції міжнародного валютного ринку на внутрішньому грошовому ринку, як правило, можуть бути стерилізовані).

— симетрична відповідь також означає, що витрати і прибутки від інтервенцій будуть однакові.

4. Багатосторонній кодекс поведінки:

— кодекс поведінки повинен відобразити новий дух багатосторонності у глобальному економічному управлінні, ґрунтуючись на необхідності збалансування переваги однієї країни над недоліками інших, прямо або опосередковано пов'язаних країн;

— кодекс поведінки припиняє конкуренцію націй. Не країни повинні конкурувати одна з одною, а компанії на своєму рівні.

5. Всесвітня організація системи:

— у даний час інститути Бреттон-Вуду повинні бути принципово змінені або мають бути створені нові глобальні інститути з контрольними та консультативними повноваженнями, задачею яких буде практичне управління новою фінансовою системою;

— повинні бути визначені провідні валюти ("планети"). Повинен бути здійснений відхід від одноосібного світового фінансового лідера, який був фактично створений у післявоєнній фінансовій системі, до кількох провідних валют (існуючих або штучних), враховуючи сьогоднішню багатополярну економічну систему;

— провідні валюти будуть пов'язані між собою за допомогою симетричних керованих систем з плаваючих обмінних курсів, які автоматично корегуються відносно різниці цін (відносно ПКС);

— регіональний блок валют може бути сформований на основі прив'язки до однієї з "планет" або групи з них. У якості альтернативи окремі країни можуть бути пов'язані як "супутник" з однією або кількома "планетами";

— ухідні та вихідні критерії повинні бути визначені априорі і включати в себе положення про внутрішню грошово-кредитну та фіскальну політику.

Орган управління багатосторонньою системою валютних курсів повинен взяти на себе цілий ряд фундаментальних обов'язків із забезпечення його ефективного функціонування на основі правил, що зберігають стабільність реального обмінного курсу. Міжнародний валютний орган повинен мати мандат на застосування цих правил, в тому числі шляхом коригування номіналь-

них обмінних курсів країн-учасників. Функція нагляду повинна бути доповнена регулятивними важелями, для того щоб мати можливість виконувати пов'язані зобов'язання, які необхідні для коригувань системи. Орган також має взяти на себе роль кредитора останньої інстанції для перерозподілу ліквідності в системі між членами у випадку кризи. Для ефективного проходження потрясіння у фінансовій та валютній системах орган має мати повноваження призначати завдання та обов'язки в симетричній формі, тобто через участь у пониженні та підвищенні вартості валют. У той же час установа буде забезпечувати, щоб витрати та прибутки від симетричних інтервенцій розподілялися між усіма зацікавленими сторонами. Відповідно регулююча установа нової системи валютного курсу буде виступати в якості вищого органу влади в створенні та моніторингу глобальної багатосторонньої фінансової системи.

ВИСНОВКИ

Фінансова криза, яка тією чи іншою мірою зачепила кожну країну, довела, що існуюча фінансова система давно не відповідає вимогам сучасного світу. Глибока інтегрованість фінансових ринків розвинених країн між собою, відсутність будь-якого контролю над міждержавним та міжрегіональним переміщенням капіталу, неефективність системи оцінювання ризиків — все ці спровокувало кризу в 2008—2009 роках та може спровокувати її знову у будь-який момент.

Країни G-20 спільно з МВФ та Світовим банком вже третій рік працюють над створенням нової світової фінансової системи. Її основні принципи: багатостороннє регулювання, нові світові валюти, міждержавне регулювання відсоткових ставок та валютних курсів — вже зараз починають набувати реальності. На жаль, Україна жодним чином не залучена до формування цієї системи і є лише пасивним спостерігачем. Проте уряд та Національний банк вже можуть готуватися до такої системи і спробувати, якщо вона виникне, зайняти більш суттєві ролі, ніж Україна має на сьогоднішній день у МВФ, Світовому Банку та інших наднаціональних монетарних установах.

Література:

1. Гальчинський А. Світова грошова криза: витоки, логіка трансформацій [Електронний ресурс] / Анатолій Гальчинський // Дзеркало тижня. — 2008. — №42 (721). — Режим доступу: <http://www.dt.ua/2000/2020/64615/>. Назва з екрану
2. Folkerts-Landau D. The Revised Bretton Woods System / D. Folkerts-Landau, M. Dooley, P. Garber // International Journal of Finance and Economics. — 2004. — № 9. — P. 307—31
3. Trade and Development Report / UNCTAD. — N.Y., Geneva: United Nations publications, 2004. — 159 p.
4. Eatwell J. The New International Financial Architecture: Promise or Threat? [Електронний ресурс] / John Eatwell // Cambridge CFAP Lecture. — Cambridge, 2002. — Режим доступу: <http://www-cfap.jbs.cam.ac.uk/publications/files/Cambridge-MIT%20lecture%2022.5.pdf>. Назва з екрану
5. Crotty J. Proposals for Effectively Regulating the U.S. Financial System to Avoid Yet Another Meltdown [Електронний ресурс] / James Crotty, Gerald Epstein // PERI Working Paper of University of Massachusetts. — 2008. — № 181. — Режим доступу: http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/working_papers/working_papers_151-200/WP181.pdf. Назва з екрану
6. Blundell-Wignall A. The Subprime Crisis: Causal Distortions and Regulatory Reform [Електронний ресурс] / Adrian Blundell-Wignall // OECD. — 2008. — Режим доступу: http://www.rba.gov.au/PublicationsAndResearch/Conferences/2008/Blundell-Wignall_Atkinson.pdf. Назва з екрану.
7. Kregel J. Minsky's Cushions of Safety: Systemic Risk and the US Subprime Mortgage Market [Електронний ресурс] / Jan Kregel // Levy Economics Institute Public Policy Brief. — 2008. — № 93. — Режим доступу: http://www.levy.org/pubs/ppb_93.pdf. Назва з екрану.
8. Persaud A. Sending the Herd off the Cliff Edge: The disturbing interaction between herding and market-sensitive risk management practices [Електронний ресурс] / Avinash Persaud // State Street Bank. — 2000. — Режим доступу: <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispar02l.pdf>. Назва з екрану.
9. Alexander K. Financial Supervision and Crisis Management in the EU. / K. Alexander, J. Eatwell, A. Persaud, R. Reoch // European Union Policy Department Economic and Scientific Policy. — 2007. — № IP/A/ECON/IC/2007-069. — Режим доступу: <http://www.europarl.europa.eu/activities/committees/studies/download.do?file=19191#search=%20Financial%20supervision%20>. Назва з екрану.
10. Will we never learn? [Електронний ресурс] / UNCTAD. — 2008. — Режим доступу: <http://www.unctad.org/TEMPLATES/Download.asp?docid=10904&lang=1&intItemID=4538>. Назва з екрану
11. Whalen C. The Subprime Crisis: causes, effects and consequences [Електронний ресурс] / C. Whalen // Networks Financial Institute, Indiana State University. — 2008. — № 04. — Режим доступу: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1113888. Назва з екрану.
12. Flassbeck H. Das Ende der Massenarbeitslosigkeit / H. Flassbeck, F. Spiecker // Westend Verlag. — 2007. — P. 66—70.
13. Flassbeck H. Preise, Zins und Wechselkurs — Zur Theorie der offenen Volkswirtschaft bei flexiblen Wechselkursen / Wirtschaftswissenschaftliche und wirtschaftsrechtliche Untersuchungen des Walter Eucken Instituts. — Tübingen: J.C.B. Mohr, 1988.
14. Clarida R. G3 Exchange Rate Relationships: A Recap of the Record and Review of Proposals for Change / R. Clarida // NBER Working Paper. — 1999. — № 7434.
15. Bofinger P. A framework for stabilizing the Euro/Yen/Dollar triplet / P. Bofinger // North American Journal of Economics and Finance. — 2000. — № 11. — P. 137—151.
16. The Global Economic Crisis: Systemic Failures and Multilateral Remedies / United Nations Conference on Trade and Development. — N.Y., Geneva: United Nations Publication, 2009. — 80 p.

Стаття надійшла до редакції 01.12.2010 р.