

# Сохранение финансовой стабильности



Гарри Дж. Шинази

МВФ начал публиковать серию **«Вопросы экономики»** в 1996 году, с тем чтобы предоставить доступ общественности к результатам некоторых исследований сотрудников МВФ. **«Вопросы экономики»** — небольшие монографии нетехнического характера по актуальным темам, написанные для читателей-неспециалистов. Они публикуются на шести языках: английском, арабском, испанском, китайском, русском и французском. Выпуск **«Вопросы экономики»** № 36, как и другие брошюры серии, отражает взгляды авторов, которые не обязательно совпадают с точкой зрения МВФ.

# Сохранение финансовой стабильности



Гарри Дж. Шинази

©2005 Международный Валютный Фонд

Редактор серии  
Асими́на Каминис  
Управление внешних связей МВФ

Дизайн обложки и компьютерная верстка  
Массуд Этемади и Чун Ли  
Отдел мультимедийных услуг МВФ

Издание на русском языке подготовлено Службой переводов МВФ  
Перевод: Олег Пивоваров  
Редактор: Александра Акчурина  
Компьютерная верстка: Татьяна Гершон

ISBN 1-58906-499-2  
ISSN 1020-8402

Опубликовано в ноябре 2005 года

Издания МВФ можно заказать по адресу:  
International Monetary Fund, Publication Services  
700 19th Street, N.W., Washington, D.C. 20431, U.S.A.  
Тел.: (202) 623-7430 Факс: (202) 623-7201  
Электронная почта: [publications@imf.org](mailto:publications@imf.org)  
Интернет: <http://www.imf.org>

## Предисловие

---

За последние три десятилетия финансовые рынки претерпели глубокие изменения, быстро развиваясь под воздействием процессов сокращения государственного регулирования, либерализации, глобализации и прогресса в области информационных и компьютерных технологий. Резко возросли трансграничные потоки капитала, на рынках появились новые сложные финансовые инструменты, и сильно повысились скорость и простота проведения финансовых операций.

Хотя эти изменения в целом носили позитивный характер, приводя к более эффективному распределению капитала, они также сопровождались частыми сбоями в работе финансовых рынков, такими как резкая корректировка цен на фондовых рынках США в 1987 году («черный понедельник») и в 1997 году; колебания на рынках облигаций в странах Группы десяти в 1994 году и США в 1996 году; валютные кризисы в Мексике (1994–1995 годы), Азии (1997 год) и России (1998 год); крушение хеджингового фонда «Long-Term Capital Management» в 1998 году; валютные колебания 1990-х годов; и колебания на глобальных фондовых биржах в 2000 и 2001 годах. Некоторые из этих событий несли угрозу не только экономике отдельных стран или регионов, но и всей глобальной экономике, что указывало на то, что обеспечение финансовой стабильности должно быть полноценной задачей экономической политики. Однако они также показали, как мало мы знаем о потенциальных возможностях глобальной финансовой системы вносить искажения в механизмы ценообразования и распределения капитала и вызывать финансовые потрясения.

Международная финансовая система стала настолько сложной, что директивным органам становится все труднее определять и оценивать соответствующие риски, и на эту работу отводятся все большие ресурсы. Требуется механизм, который позволял бы быст-

рее и четче выявлять факторы уязвимости. Механизм, представленный в настоящем выпуске «Вопросов экономики», не является окончательным или детально проработанным и скорее представляет собой первый шаг к проведению такой работы и развитию дискуссии.

В основу выпуска «Вопросы экономики» № 36, подготовленного Чарльзом Гарднером и Асиминой Каминис, легло несколько рабочих документов МВФ — WP/04/187 “Defining Financial Stability” («Определение финансовой стабильности») и WP/04/120 “Private Finance and Public Policy” («Частные финансы и государственная политика»), оба из которых составлены Гарри Шинази; и WP/04/101 “Toward a Framework for Safeguarding Financial Stability” («Создание системы защиты финансовой стабильности»), составленный Эрдтом Хубеном, Яном Какесом и Гарри Дж. Шинази. Эти документы доступны на веб-сайте [www.imf.org/pubs](http://www.imf.org/pubs). Гарри Шинази также является автором книги “Safeguarding Financial Stability: Theory and Practice” («Сохранение финансовой стабильности: теория и практика»), которая будет опубликована МВФ в декабре 2005 года.

## Сохранение финансовой стабильности

---

**А**нализ финансовой стабильности, в отличие от анализа денежно-кредитной и макроэкономической стабильности, находится еще на начальной стадии разработки. Всем, кто когда-либо пытался дать определение финансовой стабильности, известно, что до сих пор не существует общепринятой модели или аналитического механизма для ее оценки или измерения. Еще только начинается разработка финансовых показателей, которые могли бы предупреждать директивные органы о возможных проблемах в реальной экономике.

Неудивительно, что существующие механизмы обеспечения международной финансовой стабильности — основанные на правилах работы частного рынка и национальном пруденциальном надзоре — не поспевают за темпами модернизации и глобализации финансовых рынков. Во-первых, финансовая система развивается значительно быстрее, чем реальная экономика. В странах с развитой экономикой общая сумма финансовых активов в несколько раз превышает их годовой ВВП. Во-вторых, изменилась структура финансовых активов; растет доля неденежных активов, что означает, что денежная база используется значительно более эффективно. В-третьих, в результате межотраслевой и международной интеграции возросла взаимозависимость финансовых систем, что повышает риск возникновения цепных реакций. В-четвертых, финансовая система стала более сложной ввиду высокой степени развития финансовых инструментов, разнообразия операций и мобильности рисков. Хотя это значительно повысило экономическую эффективность финансовых систем и сделало их более устойчивыми, это также изменило характер финансовых рисков и спровоцировало несколько случаев финансовой нестабильности.



## Что такое финансовая стабильность?

В последние десять лет обеспечение финансовой стабильности превратилось в одну из самых главных задач экономической политики. Свыше десятка центральных банков и ряд финансовых учреждений (включая МВФ, Всемирный банк и Банк международных расчетов) публикуют периодические доклады по вопросам финансовой стабильности, и ее обеспечение стало важным направлением их деятельности.

Финансовая стабильность — это не только отсутствие кризисов. Финансовая система может считаться стабильной, если она: 1) облегчает эффективное распределение экономических ресурсов как в пространстве, так и во времени, а также другие финансово-экономические процессы (например, сбережение и инвестирование средств, кредитование и заимствование, образование и распределение ликвидности, формирование цен активов и, в конечном итоге, накопление богатства и рост производства); 2) позволяет оценивать, котировать и распределять финансовые риски и осуществлять управление ими; и 3) сохраняет способность выполнять эти важные функции даже перед лицом внешних потрясений или при усилении диспропорций.

Поскольку финансовая система состоит из нескольких взаимосвязанных элементов: инфраструктуры (правовая система, платежная система, система расчетов и система учета), учреждений (банки, фирмы, занимающиеся операциями с ценными бумагами, институциональные инвесторы) и рынков (фондовая биржа, денежный рынок и рынок производных финансовых инструментов), — нарушение одного из элементов может подорвать стабильность всей системы. Однако, если система достаточно эффективно выполняет свои основные функции, возникновение проблем с одним из компонентов необязательно должно нести угрозу общей стабильности системы. Финансовая стабильность не подразумевает, что все элементы финансовой системы должны работать с максимальной или близкой к максимальной эффективностью. Стабильная финансовая система обладает способностью ограничивать и устранять диспропорции посредством механизмов самокорректировки, прежде чем они приведут к возникновению кризиса, и позволяет валюте страны («декретным» деньгам) выполнять роль средства осуществления операций, расчетной единицы и средства сбережения (происходит совпадение финансовой и денежно-кредитной стабильности). Наконец, финансовая система может быть сочтена стабильной, если не считается, что нарушения могут причинить



ущерб экономической деятельности. В действительности закрытие финансового учреждения, возросшая волатильность или значительная коррекция на финансовых рынках может быть свидетельством усиления конкуренции или реакции на новую информацию и даже может быть признаком прочности системы.

Ввиду того что финансовая система находится в состоянии постоянного движения и преобразования, под финансовой стабильностью понимается не какое-либо определенное устойчивое состояние или направление динамики, к которому финансовая система должна вернуться, пережив потрясение, а некий диапазон или *континуум*. Этот континуум является многогранным: он охватывает множество поддающихся наблюдению и измерению переменных, которые могут использоваться для количественного определения (хотя и не идеального) того, насколько эффективно финансовая система выполняет свои основные функции. Учитывая многогранный характер финансовой стабильности, отдельное изменение не может быть «замечено» каким-либо одним количественным показателем; эффекты цепной реакции и нелинейная зависимость между различными элементами финансовой системы дополнительно осложняют прогнозирование финансовых кризисов. Таким образом, для оценки стабильности финансовой системы требуется сочетание системного подхода с глобальным видением ситуации.

В то же время, принимая усилия для предотвращения кризисов, необходимо понимать, что существует предел возможностей контролировать изменения финансовой стабильности. Большинство инструментов политики, используемых для поддержания финансовой стабильности, в первую очередь предназначены для решения других задач, таких как защита интересов вкладчиков (инструменты нормативного регулирования), повышение стабильности цен (меры денежно-кредитной политики) или обеспечение скорости расчетов по финансовым операциям (политика в отношении систем платежей и расчетов). Влияние этих инструментов политики на финансовую стабильность часто является косвенным и обычно дает о себе знать только по прошествии определенного времени. Возможно даже противоречие между целями финансовой стабильности и первоочередными задачами применения инструментов.



## Риски для финансовой системы

Растущая сложность финансовых рынков связана не только с введением новых еще не до конца изученных инструментов и техническим прогрессом, но и, безусловно, с процессами глобализации и преобразования кредитов в ценные бумаги, что требует решения новых сложных задач в следующих четырех широких областях: прозрачность и раскрытие информации, рыночная динамика, моральный риск и системный риск.

### Снижение прозрачности

Рассмотрим пример инвестиционного банка в Гонконге, который приобретает акции китайской компании, а затем разделяет потоки денежных средств, прирост стоимости инвестиции и риск невыполнения обязательства контрагентами, продавая соответствующие позиции по отдельности инвесторам в разных странах. Такого рода операция расширяет возможности для мобилизации средств, осуществления инвестиций и переложения риска на тех, кто может наиболее эффективно с ним справиться. Однако, поскольку значительная часть этих действий не отражается в балансах, инвесторы и органы банковского надзора не получают соответствующей информации.

### Рыночная динамика

Глобализация финансов и все более широкое использование фирмами рынков ценных бумаг вместо банков для мобилизации средств резко изменили рыночную динамику. Транзакционные издержки сведены к минимуму, и огромный объем операций может проводиться за очень короткое время. Устойчивые массовые сделки купли или продажи, имеющие место при так называемом стадном поведении, могут обострять скачки цен. Стадное поведение может также привести к тому, что проблемы, возникшие на неустойчивом рынке, будут перенесены на устойчивые рынки, если инвесторы сочтут — обоснованно или необоснованно, — что между этими рынками существует сходство.

### Моральный риск

Новые факторы неопределенности, присущие рыночной динамике, должны служить стимулом для частных участников рынков предпри-

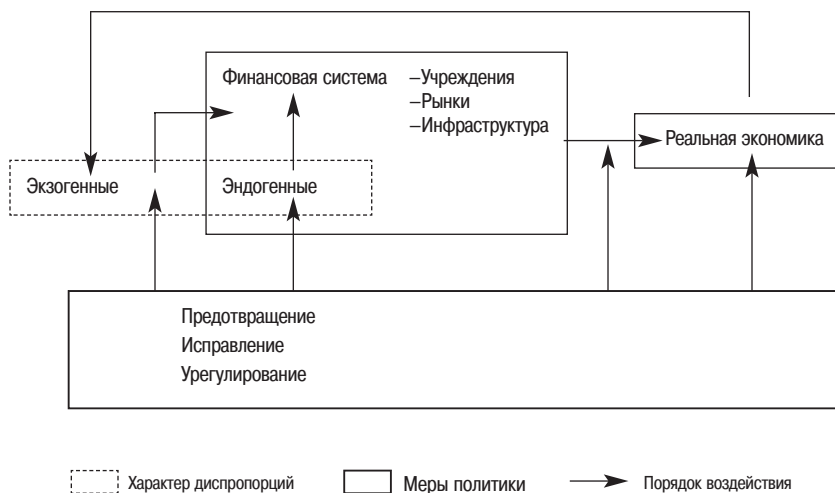
нимать меры для защиты своих коммерческих операций, чистого дохода и балансов от резких колебаний цен и изменений рыночной ликвидности. Однако некоторые из наиболее крупных участников рынков представляют собой важный элемент национальных и международных платежных систем, и их крах может иметь губительные последствия для всей финансовой системы. Во избежание этого риска, директивные органы создают системы финансовой защиты вкладчиков (страхование депозитов), финансовых учреждений (механизмы кредитора последней инстанции) и рынков (выпуск ликвидности правительством). Однако то, что государственный сектор будет принимать меры для предотвращения кризиса, подрывает дисциплину на рынке и создает моральный риск, так как в результате этого ослабевают стимулы к проявлению осторожности участниками рынка.

### Системный риск

Системный риск переместился из банковского сектора в область рынков капитала и производных финансовых инструментов, и в настоящее время ему подвержены частные системы расчетов и квази-частные клиринговые палаты. Официальным органам надзора может быть труднее его выявить, учитывая растущий разрыв в технологиях и базе знаний между органами регулирования и регулируемые учреждениями. Технический прогресс, стимулы в области частного предпринимательства и возросшая конкуренция при оказании финансовых услуг заставляют частные финансовые фирмы приспособляться к структурным изменениям значительно быстрее, чем на них могут реагировать органы надзора и регулирования.

Как показано на рисунке 1, факторы риска и уязвимости могут быть эндогенными, то есть зародиться внутри финансовой системы, и экзогенными — например, происходить из реальной экономики. Различные виды риска требуют принятия разных мер политики. Размер и вероятность эндогенных диспропорций обычно могут корректироваться финансовыми органами методами регулирования, надзора или урегулирования кризисов. Внешние нарушения, напротив, труднее контролировать, и на них можно воздействовать только мерами макроэкономической политики, эффект от которых сказывается по прошествии неопределенно долгого периода времени. В случае внешнего нарушения меры политики в основном могут только

**Рисунок 1. Упрощенная схема факторов воздействия на финансовую систему**



ограничивать воздействие, оказываемое на финансовую систему, например, путем поддержания способности системы справляться с потрясениями и подключения резервных механизмов для защиты жизненно важной информации. Такие меры позволили финансовым рынкам США пережить террористические акты 11 сентября без какого-либо долгосрочного ущерба.

*Эндогенные риски* могут возникать в любом из следующих трех элементов финансовой системы: институтах, рынках и инфраструктуре (см. таблицу 1).

- Проблемы могут возникнуть в одном финансовом учреждении и затем распространиться на другие части финансовой системы, или они могут начаться одновременно в нескольких учреждениях, поскольку те подвержены одинаковым рискам.
- Рынки подвержены таким рискам, как невыполнение обязательств контрагентами, несоответствия в ценах на активы, массовый уход участников с рынков и возникновение цепных реакций.
- Проблемы, возникающие в финансовых учреждениях (например, обусловленные неудачным проведением операций, риском, связанным с концентрацией активов, и эффектом домино),

**Таблица 1. Возможные причины финансовой нестабильности**

<b>Эндогенные</b>	<b>Экзогенные</b>
<p><b>Связанные с институтами</b></p> <p>Финансовые риски</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• кредитный риск</li> <li>• рыночный риск</li> <li>• риск нехватки ликвидности</li> <li>• процентный риск</li> <li>• валютный риск</li> </ul> <p>Операционный риск</p> <p>Слабость информационной технологии</p> <p>Риск для правовой системы/целостности рынка</p> <p>Риск для репутации</p> <p>Риск, связанный с деловой стратегией</p> <p>Риск, связанный с концентрацией активов</p> <p>Риск недостаточности капитала</p>	<p><b>Макроэкономические нарушения</b></p> <p>Риск, связанный с экономической средой</p> <p>Диспропорции в политике</p>
<p><b>Связанные с рынками</b></p> <p>Риск невыполнения обязательств контрагентами</p> <p>Несоответствия в ценах на активы</p> <p>Массовое изъятие с рынков</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• кредитов</li> <li>• ликвидности</li> </ul> <p>Эффект цепной реакции</p>	<p><b>События</b></p> <p>Стихийные бедствия</p> <p>Политические события</p> <p>Банкротство крупных предприятий</p>
<p><b>Связанные с инфраструктурой</b></p> <p>Риск для систем расчетов и платежей</p> <p>Уязвимость</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• правовой системы</li> <li>• системы регулирования</li> <li>• системы бухгалтерского учета</li> <li>• системы надзора</li> </ul> <p>Подрыв доверия, ведущий к массовому уходу участников с рынков</p> <p>Эффект домино</p>	

могут вызывать проблемы в финансовой инфраструктуре — например, в системе расчетов и платежей, — которые будут иметь более глубокие последствия для финансовой системы. Либо же уязвимость инфраструктуры — например, правовой системы или системы бухгалтерского учета — может привести к банкротству предприятий (банкротство американской корпорации Enron было вызвано недостатками в системе бухгалтерского учета).

*Экзогенные риски* вызывают проблемы, возникающие за рамками финансовой системы. Финансовая стабильность чувствительна к внешним потрясениям, таким как стихийные бедствия, изменения

в условиях торговли страны, политические события, колебания цен на нефть, технологические нововведения, резкие изменения в настроении рынка и дефолт соседней страны по суверенному долгу. Макроэкономические события, такие как банкротство крупной компании, могут подрывать доверие рынка и порождать диспропорции, которые сказываются на всей финансовой системе.



### **Анализ финансовой стабильности**

Анализ финансовой стабильности должен охватывать все вышеуказанные факторы риска и уязвимости. Это требует системного наблюдения за отдельными элементами финансовой системы и реальной экономики (домашними хозяйствами, компаниями, государственным сектором). Анализ должен также учитывать существующие связи между различными секторами и странами, так как диспропорции часто бывают вызваны сочетанием нескольких факторов слабости.

Кроме того, директивные органы должны учитывать изначальный масштаб факторов уязвимости и их потенциальное воздействие на финансовую систему в целом. Финансовая напряженность может начаться на микроуровне — например, вследствие банкротства банка или крупной нефинансовой компании — и затем распространиться на всю финансовую систему, возможно, через межбанковские открытые позиции или в результате подрыва доверия, или определенные события могут немедленно сказаться на значительной части экономики, как, например, в случае системного сбоя.

Поскольку изменился сам характер системного риска, требуется более широкий и комплексный набор показателей. В частности, риск может быть менее концентрированным, чем в прошлом. Во-первых, финансовые учреждения расширили свою рыночную деятельность и свои открытые позиции, а нефинансовые корпорации и домашние хозяйства стали более активно участвовать в операциях на рынке. Во-вторых, были усовершенствованы инструменты диверсификации риска — посредством таких мер, как хеджирование, передача кредитного риска и секьюритизация банковских кредитов. Благодаря этим изменениям снизился риск банкротства от-

дельных банков и возникновения традиционного эффекта домино. Однако преимущества от более широкого распределения рисков могут нивелироваться большей чувствительностью к системным потрясениям, так как совокупные открытые позиции по отношению к финансовым рынкам сильно возросли, что означает, что резко отрицательные события на этих рынках могут оказать более сильное одновременное воздействие.

Анализ финансовой стабильности в некоторой мере схож с традиционным макропруденциальным анализом. В нем используются стандартные показатели, такие как данные балансового отчета, отражающие финансовые позиции секторов (домашних хозяйств, корпораций), отношение чистого долга к доходу, показатели риска невыполнения обязательств контрагентами (такие как кредитный спред), показатели ликвидности и качества активов (например, необслуживаемых кредитов), открытые валютные позиции, открытые позиции по секторам и, в особенности, показатели концентрации риска. Это в основном микропруденциальные показатели, агрегированные на макроуровне, поэтому необходимо также анализировать дисперсию данных в рамках агрегатов. Для оценки стабильности всей финансовой системы требуется более широкий набор показателей, в том числе, при необходимости, по межбанковскому денежному рынку, а также рынкам репо, облигаций, акций и производных финансовых инструментов. При этом могут использоваться показатели, указывающие на ликвидность рынка (такие как разница между ценами продавца и покупателя), неуверенность рынка и рыночный риск (отражаемые прошлой и расчетной волатильностью котировок) и устойчивость цен на активы (на которую указывают масштабы и емкость рынка, а также отклонения в моделях образования цен на активы, «равновесные» цены в моделях, основанных на основных экономических показателях или отношение цен к доходам).

Базовый набор таких переменных содержится в Перечне основных и рекомендуемых показателей финансовой устойчивости МВФ (см. таблицу 2). Могут быть также выведены дополнительные показатели эффективности финансовой инфраструктуры, в том числе в отношении сбоев (вызванных недостатками в оборудовании, программном обеспечении или средствах соединения), замедлений в работе или прекращения расчетов в платежной системе. На финансовой

**Таблица 2. Показатели финансовой устойчивости**

<b>Основные показатели</b>	
Депозитные учреждения	
<i>Достаточность капитала</i>	Отношение нормативного капитала к взвешенным по риску активам Отношение нормативного капитала уровня 1 к взвешенным по риску активам Отношение необслуживаемых кредитов за вычетом отчислений в резервы к капиталу
<i>Качество активов</i>	Отношение необслуживаемых кредитов ко всем валовым кредитам Отношение распределения кредитов по отраслям ко всем кредитам
<i>Доходы и прибыльность</i>	Прибыль на активы Прибыль на акционерный капитал Отношение процентной маржи к валовому доходу Отношение непроцентных расходов к валовому доходу
<i>Ликвидность</i>	Отношение ликвидных активов ко всем активам Отношение ликвидных активов к краткосрочным обязательствам
<i>Чувствительность к рыночному риску</i>	Отношение чистой открытой позиции в иностранной валюте к капиталу
<b>Рекомендуемые показатели</b>	
Депозитные учреждения	Отношение капитала к активам Отношение крупных открытых позиций к капиталу Отношение географического распределения кредитов ко всем кредитам Отношение позиции по валовым активам в производных финансовых инструментах к капиталу Отношение позиции по валовым обязательствам в производных финансовых инструментах к капиталу Отношение дохода от торговых операций к общему доходу Отношение к расходам на персонал к непроцентным расходам Спред между справочными судными и депозитными ставками Спред между максимальной и минимальной межбанковскими ставками Отношение депозитов клиентов ко всем (немежбанковским) кредитам Отношение кредитов, выраженных в иностранной валюте, ко всем кредитам Отношение обязательств, выраженных в иностранной валюте, ко всем обязательствам Отношение чистых открытых позиций в акциях к капиталу
Другие финансовые корпорации	Отношение активов ко всем активам финансовой системы Отношение активов к ВВП
Нефинансовые корпорации	Отношение общего долга к акционерному капиталу Прибыль на акционерный капитал Отношение доходов к расходам на выплату процентов и погашение долга Отношение чистой открытой позиции в иностранной валюте к акционерному капиталу Количество исков о защите от кредиторов
Домашние хозяйства	Отношение долга домашних хозяйств к ВВП Отношение платежей по обслуживанию и погашению долга домашних хозяйств к их доходам
Ликвидность рынка	Средняя разница между ценами продавца и покупателя на рынке ценных бумаг <sup>1</sup> Средний коэффициент суточного оборота на рынке ценных бумаг <sup>1</sup>
Рынки недвижимости	Цены на недвижимость Отношение кредитов на жилую недвижимость ко всем кредитам Отношение кредитов на коммерческую недвижимость ко всем кредитам

<sup>1</sup>Или на других рынках, являющихся наиболее показательными для ликвидности банков, например, на валютном рынке.



инфраструктуре может также сказываться воздействие финансовой напряженности на правовую систему и системы регулирования, бухгалтерского учета или надзора. Наконец, на усиление диспропорций могут указывать такие макроэкономические переменные, как экономический рост, инвестиции, инфляция, платежный баланс и цены на нефинансовые активы.

Системы раннего предупреждения могут сыграть свою роль в определении значения различных показателей финансовой стабильности и прогнозировании финансовой напряженности. Несколько переменных, как показывает опыт, служат важными показателями финансовой напряженности — например, рост процентных ставок часто указывает на предстоящую существенную корректировку цен на активы. В различных исследованиях было обнаружено, что увеличение отношения кредитов к ВВП, особенно в сочетании с инвестиционным бумом, является опережающим индикатором чрезмерно завышенных цен на активы и финансовых кризисов. Кроме того, показатели финансового рынка служат источниками важной информации, отражающей изменения за рамками собственно рынков, так как различные потенциальные риски в экономике могут немедленно находить свое отражение в таких переменных, как спреды цен на облигации и акции.

Наконец, при проведении анализа финансовой стабильности необходимо учитывать не только потенциальные нарушения, но также и то, насколько с ними может справиться финансовая система. В частности, следует учитывать различные факторы, позволяющие смягчить или ограничить последствия потрясений. К ним относятся размер резервов капитала, надежность механизмов страхования (перестрахования), а также соответствие потребностям различных защитных и резервных механизмов.

Более того, поскольку анализ финансовой стабильности усложняется нелинейным характером зависимостей и необходимостью сосредоточивать внимание на исключительных, но возможных событиях, часто бывает необходимо учитывать распределение значений переменных и анализировать вероятные последствия одновременного проявления рисков. В этом контексте полезным инструментом определения устойчивости различных частей экономики в экстремальных условиях служат стресс-тесты. Однако несмотря на то, что

стресс-тесты могут проводиться в отношении отдельных финансовых учреждений и, вероятно, всей банковской системы и даже отдельных секторов, возможности проведения стресс-тестов в отношении всей финансовой системы ограничены, особенно в случае систем, сочетающих в себе элементы банковского и рыночного финансирования, что частично объясняется недостатком данных и эмпирических моделей. Задача состоит в разработке общесистемных стресс-тестов, учитывающих взаимосвязи в финансовом секторе и возможное вторичное воздействие финансовых учреждений друг на друга и на реальную экономику.



## Разработка механизма

Возможности достижения и поддержания финансовой стабильности в некоторой степени зависят от структуры и уровня развития экономической системы, и описанный ниже механизм, безусловно, в большей мере применим в случае более развитых финансовых систем. Этот механизм объединяет в себе элементы анализа и мер политики в обеспечении финансовой стабильности и позволяет директивным органам оценивать финансовую стабильность на основе макроэкономических и денежно-кредитных показателей, информации о финансовом рынке и данных, полученных в порядке надзора и регулирования. Задача состоит в создании последовательной структуры для анализа аспектов финансовой стабильности в целях: 1) раннего выявления возможных факторов уязвимости, до того как они приведут к понижательной коррекции на рынках, возникновению проблем у учреждений или отказу элементов финансовой инфраструктуры; 2) принятия превентивных и своевременных ответных мер политики во избежание финансовой нестабильности; и 3) восстановления стабильности системы, если применение превентивных и ответных мер окажется неудачным. Этот механизм должен действовать шире, чем традиционные «механизмы передачи воздействия потрясений», служащие основой многих существующих систем политики.

Конечная цель директивных органов должна заключаться во внедрении механизмов, препятствующих перерастанию финансовых

проблем в общесистемные проблемы или угрозу стабильности финансовой системы и реальной экономики, — но без ущерба для возможностей экономики обеспечивать рост или исполнять другие функции. Цель не заключается в том, чтобы обязательно предотвращать все финансовые проблемы. Во-первых, нереально ожидать, что динамичная и эффективная финансовая система никогда не будет испытывать рыночные колебания или нестабильность или что все финансовые учреждения будут всегда способны прекрасно справляться со всеми факторами неуверенности и риска, присущими сфере финансовых услуг, и поддерживать — если не увеличивать — стоимость активов акционеров. Во-вторых, создание механизмов, которые чрезмерно защищают стабильность рынка и сдерживают любое принятие риска, является нежелательным.

Согласно концепции диапазона финансовой стабильности в рамках континуума, естественной отправной точкой для определения и построения работоспособного механизма является ведение непрерывного комплексного анализа потенциальных факторов риска и уязвимости в финансовой системе. За этим следуют оценка того, насколько эти факторы уязвимости грозят финансовой стабильности, и принятие соответствующих мер политики, которые будут определяться состоянием финансовой системы. Если система находится в целом в диапазоне стабильности и, вероятно, будет оставаться в нем в обозримом будущем, соответствующие меры политики главным образом носят превентивный характер и направлены на поддержание стабильности методами рыночной дисциплины и официального надзора и наблюдения. Во-вторых, финансовая система может находиться в диапазоне стабильности, но смещаться ближе к его границе, например, из-за того, что начинают проявляться диспропорции или произошли определенные изменения за рамками финансовой системы. Сохранение стабильности системы может потребовать принятия коррективных мер — например, применения воздействия убеждением или усиленного надзора. В-третьих, финансовая система может быть нестабильной — находиться вне диапазона финансовой стабильности — и, таким образом, неспособной надлежащим образом выполнять свои функции. В этом случае меры политики должны отражать ситуацию и быть направлены на восстановление стабильности, возможно, в том числе путем пре-

одоления кризиса. Основные элементы такого механизма финансовой стабильности показаны на рисунке 2. Очевидно, что ввиду многогранного характера финансовой стабильности различные методы политики будут редко четко разграничиваться.

Потенциальные проблемы могут относиться к одной из следующих общих категорий:

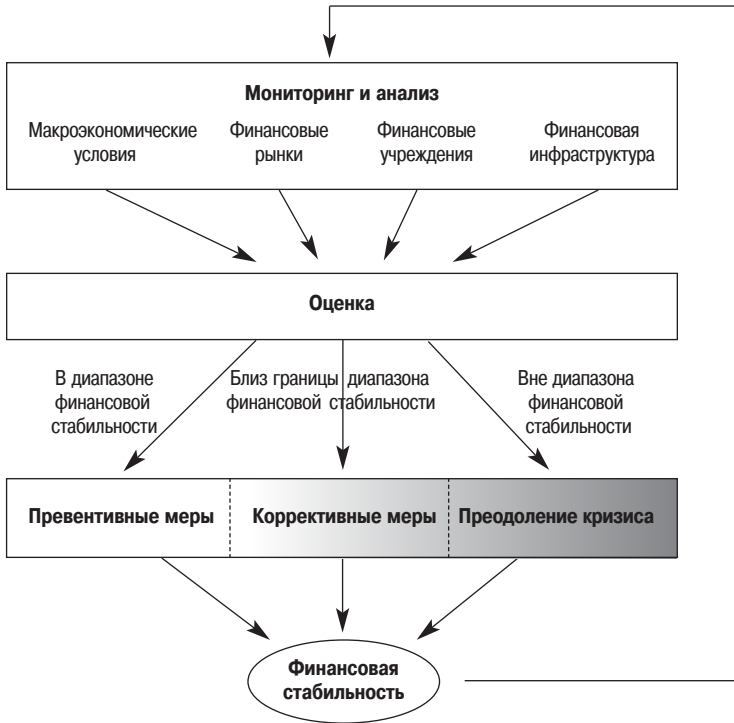
- трудности в случае одного учреждения или рынка, которые вряд ли будут иметь общесистемные последствия для банковской или финансовой системы;
- трудности в случае нескольких важных учреждений, которые, вероятно, скажутся на других учреждениях или рынках;
- трудности, которые, вероятно, распространятся на существенное количество финансовых учреждений различных видов на несвязанных между собой рынках, таких как рынки форвардных и межбанковских операций и фондовые биржи.

Каждая категория требует применения различных диагностических инструментов и ответных мер политики — от воздержания от принятия мер до усиления надзора или наблюдения за отдельными учреждениями или рынками, или до предоставления дополнительной ликвидности рынкам с целью преодоления напряженности, или до вмешательства в работу конкретных учреждений.

### Превентивные меры

Директивные органы обращаются со стабильной финансовой системой, как врачи обращаются со здоровыми пациентами. В случае здорового пациента важно не допустить возникновения проблем и выявлять возможные проблемы, прежде чем они причинят какой-либо ущерб, что означает проведение иммунизации, обследований и т.п.

В здоровой финансовой системе главными инструментами, призванными предотвратить возможное нарастание диспропорций, которые могут вызвать кризис, являются рыночная дисциплина; официальное регулирование, надзор, наблюдение и связь; и правильная макро-экономическая политика. При этом может требоваться своевременная корректировка как способов оценки факторов уязвимости, так и порядка разработки и применения инструментов политики, поскольку происходят изменения, которые могут затрагивать финансовую систему.

**Рисунок 2. Механизм поддержания стабильности финансовой системы**

### Коррективные меры

В продолжение аналогии с медициной, если пациент не болен, но имеются признаки возможных проблем со здоровьем — например, пациент набирает или теряет вес, страдает одышкой или высоким кровяным давлением, — могут требоваться профилактические меры. Врач может предписать дополнительные анализы или более частое прохождение осмотра, рекомендовать изменить образ жизни или назначить лекарства.

Аналогичным образом, финансовая система может приближаться к границе диапазона стабильности. Например, могут нарастать диспропорции, вызванные быстрым ростом кредитования в сочетании с повышением цен на активы и снижением капитализации банковской системы; даже при отсутствии непосредственного риска про-

блемы, если не контролировать ситуацию, могут нарастать. Другие факторы риска включают неожиданное изменение внутренних или внешних условий.

На практике эта вторая промежуточная стадия является наименее явно выраженной. Факторы уязвимости, которая еще не проявилась, изначально трудно оценить, и поэтому труднее определить соответствующие коррективные инструменты и убедить участников быть более осторожными в отсутствие явной финансовой нестабильности. Однако директивные органы должны пытаться влиять на ситуацию и корректировать ее, используя воздействие убеждением и усиливая надзор и наблюдение. Им может потребоваться укрепить защитные механизмы для предотвращения массового отзыва вкладов из банков и возникновения цепной реакции или внести изменения в макроэкономическую политику.

### Преодоление кризиса

Если, несмотря на все усилия, пациент заболевает, может потребоваться серьезное вмешательство (интенсивное наблюдение, хирургия) — то есть политика финансовых властей должна быть усилена, по мере того как финансовая система приближается к границе стабильности или, в конечном итоге, пересекает ее.

В этом состоянии банки могут не желать или быть неспособны финансировать прибыльные проекты, цены на активы могут перестать отражать их внутреннюю стоимость, и расчеты по платежам могут не производиться вовремя или вообще остановиться. В чрезвычайных случаях финансовая нестабильность может вызвать массовое изъятие средств из финансовых учреждений или привести к гиперинфляции, валютному кризису или крушению фондовой биржи. На этом этапе представляется целесообразной более сильная политика, направленная на восстановление стабильности и, при необходимости, преодоление кризиса. Должны быть усилены надзор и наблюдение, и может потребоваться проведение более активной политики для восстановления возможностей системы и повышения доверия. Обычно требуется принятие дискреционных мер, которые невозможно заранее определить; и иногда их не раскрывают из стратегических соображений. Например, директивные органы могут посчитать целесообразным сохранять «конструктив-

ную неясность ситуации» — то есть они не будут преждевременно проявлять терпимость, активировать системы финансовой защиты или предоставлять ликвидность отдельным учреждениям или более широким сегментам финансовой системы, — с тем чтобы не поощрять неразумный риск со стороны участников рынка. Кроме того, официальные сообщения и меры макроэкономической политики также могут сдерживать колебания на финансовых рынках.



## **Почему финансовая стабильность является общественным благом**

Современные финансы часто рассматриваются как чисто частная деятельность, выгоды от которой получают в основном, если не исключительно, частные лица и предприятия. Однако существует жизненно важная взаимосвязь между финансовыми рынками, декретными деньгами и реальной экономикой страны.

Сводя вместе сберегателей, готовых отложить потребление, и инвесторов, ищущих капитал для направления его в производительную деятельность, финансы создают обращающиеся во времени заместители декретных денег, таким образом усиливая и дополняя выгоды от декретных денег, позволяя более эффективно распределять ресурсы реальной экономики между различными видами деятельности, регионами и в особенности периодами времени. По определению финансы влекут за собой риски, но они также позволяют устанавливать цену этих рисков и все чаще продавать их в отдельности участникам финансового рынка, которые в состоянии брать на себя эти риски. Ввиду этого финансы делают возможной значительно более широкую экономическую деятельность, чем просто декретные деньги.

Однако финансовая деятельность также ведет к увеличению потенциальных требований к чистой ликвидности в объемах, значительно превышающих массу декретных денег. Риск, присущий такой мобилизации средств, связан с тем, что слишком многие финансовые операции могут иметь в своем основании слишком слабую веру в то, что финансовые контракты будут выполнены. Поэтому воз-

можны ситуации, когда законные требования к декретным деньгам вовремя не удовлетворяются или расчеты по операциям не производятся. Экономические убытки от этого могут быть огромными.

И хотя современные финансы — это, прежде всего, динамичная система большого числа отдельных частных финансовых контрактов, для реального получения этих частных выгод требуется наличие определенного одобренного государством механизма. Например, частные финансовые контракты обычно составляются в установленных законом расчетных единицах и измеряются в соответствии с установленными законом правилами бухгалтерского учета, в то время как расчет и доставка платежа могут осуществляться в декретных деньгах. Кроме того, в случае неисполнения контракта допускается обращение в суд. Эффективность и действенность государственных финансов также основывается на других аспектах государственной политики, включая тщательно проработанную микро- и макроэкономическую политику.

Более того, имеется масса эмпирических доказательств того, что финансовая деятельность может не вести автоматически к наиболее эффективному результату, если ею будут управлять только рыночные силы. С одной стороны, финансы следует рассматривать как общественное благо, и поэтому возможно как недопроизводство, так и перепроизводство финансов. В силу неполной или асимметричной информации возможны ошибки в определении цены и принятии решений. А издержки, связанные со сбором и анализом информации о контрагентах, могут оказаться запретительными для частных участников, в то время как очевиден эффект экономии, обусловленной масштабом деятельности, при государственном надзоре за финансовыми учреждениями. Рынки финансов являются неполными; некоторые риски ликвидности экономически необоснованны; а конкуренция несовершенна. Подрыв финансовой стабильности из-за ошибок в управлении денежно-кредитной и финансовой сферами может привести к потерям в реальной экономике, как это было в период Великой депрессии. С другой стороны, здоровая финансовая система способствует накоплению богатства отдельными лицами, предприятиями и правительством, что является непреложным условием развития и роста общества и его способности преодолевать негативные потрясения.



Безусловно, при разработке государственной политики необходимо учитывать возможные будущие издержки, связанные с реакцией частного рынка на различные события и его приспособлением к государственной политике, например, ввиду морального риска и регулятивного арбитража. Директивные органы должны признать, что существует определенный конфликт целей между интервенциями для обеспечения краткосрочной стабильности и долгосрочной стабильностью, для достижения которой может быть необходимо допустить банкротство ненадежных учреждений. Они должны также поддерживать трудное равновесие между мерами, направленными на обеспечение динамично развивающихся и эффективных рынков, и мерами для поддержания их устойчивости. Меры политики должны быть ориентированы на защиту финансовой стабильности, но в то же время не должны ограничивать принятие риска участниками рынка. Чрезмерная осторожность может сдерживать динамичное развитие финансов, ограничивая рост в промышленно развитых странах и подрывая развитие стран с формирующейся рыночной экономикой. Государства должны сами выбирать, какое соотношение тех или иных мер в наибольшей мере способствует росту их благосостояния.



## Что нас ждет в будущем?

Следует ли ожидать, что колебания, нестабильность и кризисы, с 1990 года неоднократно имевшие место на финансовых рынках, будут повторяться в будущем, или они характерны только для переходного периода, и ситуация должна успокоиться?

Есть основания для оптимизма. Крупные глобальные финансовые учреждения, как представляется, извлекли важные уроки из кризисов 1990-х годов и учли их при создании новых механизмов управления рисками и систем контроля над ними, и они проводят политику большей диверсификации своих финансовых портфелей и коммерческих операций. Национальные органы управления — многие из которых были застигнуты врасплох, когда кризисы начались, — также начали пересматривать свои системы банковского регулирования и надзора,

в то время как международное сообщество приняло инициативы, призванные укрепить международную финансовую архитектуру.

Эти реформы в государственном и частном секторах, как представляется, принесли свои плоды. Промышленно развитые страны смогли устоять перед лицом обвала вздутого фондового рынка в области высоких технологий в 1999–2000 годах, рекордного уровня дефолтов корпоративных облигаций в прошлом десятилетии и финансовых последствий террористических актов 11 сентября 2001 года. Это позволяет предположить, что промышленно развитые страны достаточно расширили свои возможности диверсифицировать частные и национальные риски, чтобы уменьшить финансовые убытки до приемлемого уровня. Тем не менее финансовая деятельность продолжает становиться все более сложной и все менее прозрачной, в результате чего стало как никогда трудно сдерживать финансовые излишки, которые, став достаточно крупными, могут вызвать колебания и нестабильность.

Напротив, многие страны с формирующимся рынком, как представляется, не обрели такой же защиты и не обладают такой же устойчивостью. Хотя они могут иметь доступ к глобальным финансам, они еще не способны управлять сопутствующими рисками. Они не успевают за ходом структурных изменений или не подготовились войти в мир современных финансов, особенно в отношении создания прозрачных и эффективных правовых систем, гарантирования исполнения контрактов и взыскания залога в случаях дефолта, формирования финансовой инфраструктуры, включая системы надзора и регулирования и тщательно проработанные, контролируемые и обязательные системы защиты, а также в отношении повышения стандартов корпоративного управления. Недостатки в этих важных областях очевидны даже в странах с высокими показателями, имеющими устойчивый экономический рост. Для многих стран с формирующимся рынком глобализация финансов — это обоюдоострый меч. В благоприятные периоды их экономическое и финансовое развитие выигрывает от здорового притока капитала, но в отсутствие необходимых реформ его отток оставляет их незащищенными от разрушительных финансовых и экономических кризисов.



## Стратегия на будущее

Переход в целом к более масштабной, интегрированной, мобилизующей больший объем средств рыночной финансовой системе, по всей видимости, будет продолжать менять характер финансовых рисков. Промышленно развитые страны, равно как и страны с формирующейся рыночной экономикой, будут вполне правы предположить, что, хотя международная финансовая система стала более эффективной и устойчивой, чем она была двадцать лет тому назад, она может также оказаться более подверженной резким изменениям цен на активы и перемещениям капитала, нестабильности рынков и кризисам, что может подвергнуть риску всю глобальную экономику.

Из соображений предосторожности требуется стратегия действий по следующим трем направлениям: укрепление национальных систем надзора и регулирования, укрепление рыночной дисциплины как на национальных, так и международных рынках, и принятие глобального подхода.

### Укрепление национальных систем

Нестабильность, поразившая финансовые рынки с 1990-х годов, указывает на необходимость устранения некоторых пробелов в системе надзора в целях обеспечения более тщательного государственного надзора за системами управления рисками и контроля внутри финансовых компаний и за механизмами управления корпорациями в целом. Еще одним способом обеспечения финансовой стабильности при сохранении выгод от финансовой эффективности может послужить требование к учреждениям, нарушающим установленные нормативы, поддерживать капитал на более высоком уровне, чем это предписывается минимальными нормами достаточности капитала, известными как система нормативов достаточности «Базель II». Это явится первым шагом к созданию структуры стимулов, которая заставит отдельные финансовые учреждения и инвесторов нести самостоятельную ответственность за коллективно принимаемые риски. Финансовую стабильность можно также упрочить, призвав все учреждения соблюдать международные руководящие принципы, нормы и передовую практику.

### Укрепление рыночной дисциплины

Второе направление стратегии заключается в более эффективном применении рыночной дисциплины. Важным аспектом создания сильных и, по возможности, отказоустойчивых систем — в частности, систем валовых расчетов в режиме реального времени — явится то, что станут возможны банкротство и ликвидация финансовых учреждений, в том числе крупных, без угрозы стабильности или даже эффективности национальных платежных систем.

Соответственно благодаря повышению прозрачности и раскрытию информации органам регулирования и общественности как участники рынка, так и органы надзора смогут распознать ошибочные инвестиционные стратегии и нарождающиеся финансовые проблемы, прежде чем они причинят какой-либо ущерб. Большая прозрачность и раскрытие информации также позволят органам надзора и директивным органам принимать более обоснованно оценивать потенциальный ущерб для других учреждений или рынков в случае банкротства определенной компании. Определенное сочетание мер в области прозрачности, раскрытия информации, эффективного надзора и рыночной дисциплины может значительно повысить защиту национальных финансовых систем и, таким образом, обеспечить эффективное и бесперебойное функционирование международной финансовой системы. Государственные органы могут заявить о своей поддержке других инициатив частного сектора, направленных на повышение стабильности с помощью мер саморегулирования или совершенствования финансовой инфраструктуры. Одним из последних примеров этого служит создание Банка синхронизированных расчетов, что позволило значительно снизить риск, связанный с валютными операциями.

### Принятие глобального подхода

Третье направление стратегии заключается в том, что все страны должны признавать и применять принцип, согласно которому глобализация финансов превратила международную финансовую стабильность в глобальное общественное благо, превосходящее национальные цели и интересы. В то время как все страны могут способствовать международной финансовой стабильности путем обеспечения и сохранения национальной финансовой стабильности, финансовая

политика, направленная исключительно на достижение национальных целей, может создавать проблемы в других странах или на международных финансовых рынках.

Подобно тому как международные компании, оказывающие частные финансовые услуги, должны ориентироваться на глобальную ситуацию для управления рисками и их ограничения, директивные органы должны принять международный подход к осуществлению эффективного надзора и регулирования и наблюдению за финансовой деятельностью. В действительности важным следствием глобализации финансов может быть то, что финансовые системы, ориентированные на решение национальных задач, могут быть неспособны обеспечить глобальный подход, необходимый для достижения прочной международной финансовой стабильности в отсутствие некоторых общепризнанных и обязательных международных координационных механизмов. Значительный упор делается на международное сотрудничество в таких областях, как принятие международных стандартов и кодексов в отношении надзора за банками и страховыми компаниями и в отношении платежных систем. Для создания равных условий и повышения эффективности и, таким образом, обеспечения стабильности в условиях межотраслевой и международной интеграции могут использоваться международные стандарты и кодексы, такие как Базельские основные принципы, разработанные Базельским комитетом по банковскому надзору.

В этом контексте предложенная система, показанная на рисунке 2, может рассматриваться как гибкий инструмент анализа изменений и их отображения в проводимой политике. Одной из наиболее важных задач является более углубленное изучение различных аспектов финансовой стабильности и их воздействия друг на друга и на реальную экономику, а также воздействия на них проводимой политики. В более конкретном плане усилия должны быть сосредоточены на расширении имеющихся данных, совершенствовании эмпирических инструментов, разработке различных показателей, с тем чтобы директивные органы могли лучше предсказывать потенциальные проблемы и увязывать такие показатели с конкретными инструментами политики. Предстоит огромная работа. Несомненно, некоторые решения также подскажет практический опыт.

## Серия «Вопросы экономики»

1. *Growth in East Asia: What We Can and What We Cannot Infer.* Michael Sarel. 1996.
2. *Does the Exchange Rate Regime Matter for Inflation and Growth?* Atish R. Ghosh, Anne-Marie Gulde, Jonathan D. Ostry, and Holger Wolf. 1996.
3. *Confronting Budget Deficits.* 1996.
4. *Fiscal Reforms That Work.* C. John McDermott and Robert F. Wescott. 1996.
5. *Transformations to Open Market Operations: Developing Economies and Emerging Markets.* Stephen H. Axilrod. 1996.
6. *Why Worry About Corruption?* Paolo Mauro. 1997.
7. *Sterilizing Capital Inflows.* Jang-Yung Lee. 1997.
8. *Why Is China Growing So Fast?* Zuli Hu and Mohsin S. Khan. 1997.
9. *Protecting Bank Deposits.* Gillian G. Garcia. 1997.
10. *Deindustrialization—Its Causes and Implications.* Robert Rowthorn and Ramana Ramaswamy. 1997.
11. *Does Globalization Lower Wages and Export Jobs?* Matthew J. Slaughter and Phillip Swagel. 1997.
12. *Roads to Nowhere: How Corruption in Public Investment Hurts Growth.* Vito Tanzi and Hamid Davoodi. 1998.
13. *Fixed or Flexible? Getting the Exchange Rate Right in the 1990s.* Francesco Caramazza and Jahangir Aziz. 1998.
14. *Lessons from Systemic Bank Restructuring.* Claudia Dziobek and Ceyla Pazarbaşıoğlu. 1998.
15. *Inflation Targeting as a Framework for Monetary Policy.* Guy Debelle, Paul Masson, Miguel Savastano, and Sunil Sharma. 1998.
16. *Should Equity Be a Goal of Economic Policy?* IMF Fiscal Affairs Department. 1998.
17. *Liberalizing Capital Movements: Some Analytical Issues.* Barry Eichengreen, Michael Mussa, Giovanni Dell’Ariccia, Enrica Detragiache, Gian Maria Milesi-Ferretti, and Andrew Tweedie. 1999.
18. *Privatization in Transition Countries: Lessons of the First Decade.* Oleh Havrylyshyn and Donal McGettigan. 1999.
19. *Hedge Funds: What Do We Really Know?* Barry Eichengreen and Donald Mathieson. 1999.

20. *«Создание рабочих мест: причины успеха некоторых стран»*. Пьетро Гарибальди и Паоло Мауро, 2000 год.
21. *«Совершенствование управления и борьба с коррупцией в странах Балтии и СНГ: роль МВФ»*. Томас Вульф и Эмине Гюрген, 2000 год.
22. *«Задача прогнозирования экономических кризисов»*. Эндрю Берг и Кэтрин Паттилло, 2000 год.
23. *«Содействие экономическому росту в странах Африки к югу от Сахары: изучение действенных методов»*. Анупам Басу, Эванджело А. Каламитсис и Данешвар Гура, 2000 год.
24. *«Полная долларизация: преимущества и недостатки»*. Эндрю Берг и Эдуардо Боренштейн, 2000 год.
25. *«Борьба с загрязнением окружающей среды: использование налогов и реализуемых квот»*. Джон Норрегаард и Валери Реппелен-Хилл, 2000 год.
26. *«Бедность сельского населения в развивающихся странах: выводы для государственной политики»*. Махмуд Хасан Хан, 2001 год.
27. *«Налоговая политика для развивающихся стран»*. Вито Танзи и Хауэлл Зи, 2001 год.
28. *«Моральный риск. Способствует ли финансирование МВФ неосмотрительности заемщиков и кредиторов?»* Тимоти Лейн и Стивен Филлипс, 2002 год.
29. *«Пенсионная головоломка. Предварительные условия и возможные варианты политики при разработке систем пенсионного обеспечения»*. Николас Барр, 2002 год.
30. *«Скрываясь в тени. Рост подпольной экономики»*. Фридрих Шнайдер при участии Доминика Энста, 2002 год.
31. *«Реструктуризация корпоративного сектора. Роль государства во времена кризиса»*. Марк Р. Стоун, 2002 год.
32. *«Должны ли органы регулирования финансового сектора быть независимыми?»* Марк Квинтин и Майкл У. Тейлор, 2004 год.
33. *«Образование детей в бедных странах»*. Ари Л. Хиллман, Эва Дженкнер, 2004 год.
34. *«Могут ли меры по облегчению бремени задолженности стимулировать экономический рост в бедных странах?»* Бенедикт Клементс, Рина Бхаттачария, Тоан Кок Нгуен, 2005 год.

35. *«Финансовая реформа. Отчего ее лихорадит? Что ее формирует?»* Абдул Абиад и Ашока Модии, 2005 год.
36. *«Сохранение финансовой стабильности.»* Гарри Дж. Шинази, 2005 год.



**Гарри Дж. Шинази**, советник Финансового департамента МВФ, получил степень доктора экономики от Колумбийского Университета в 1979 году. До поступления на работу в МВФ, с 1979 по 1989 годы, он являлся сотрудником Совета управляющих Федеральной резервной системы США. С 1992 по 2001 годы г-н Шинази занимал различные посты в Исследовательском департаменте МВФ. Он готовил материалы для издания «Перспективы развития мировой экономики», был одним из координаторов проводимой МВФ работы по надзору за рынками капитала, а также участвовал в выпуске публикации “International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues” («Международные рынки капитала: изменения, перспективы и основные вопросы политики»). Его статьи публиковались в журналах “The Review of Economic Studies”, “Journal of Economic Theory”, “Journal of International Money and Finance” и других научных изданиях и журналах по вопросам экономической политики. Его книга “Safeguarding Financial Stability: Theory and Practice” («Сохранение финансовой стабильности: теория и практика») будет опубликована МВФ в декабре 2005 года.



**Preserving Financial Stability  
(Russian Edition)**

