

В. М. Шавшуков

## РАЗВИВАЮЩИЕСЯ РЫНКИ СТРАН БРИКС В СИСТЕМЕ ГЛОБАЛЬНЫХ ФИНАНСОВ\*

### БРИКС в мировой экономике

Одним из локомотивов мировой экономики являются страны БРИКС. Они — активные участники процессов глобализации. Ее практика противоречива, нуждается в теоретическом осмыслении, которое в конечном итоге направлено на разработку стратегии группы БРИКС в мировой экономике<sup>1</sup>.

БРИКС (BRICS) — группа из пяти динамично развивающихся экономик современного мира: Бразилия, Россия, Индия, Китай, ЮАР (присоединившаяся на III саммите в Санья, КНР, 13–14 апреля 2011 г.). С учетом последнего обстоятельства место ЮАР в системе глобальных финансов рассматривается фрагментарно и не является предметом специального анализа. Термин «БРИК» введен в политический оборот аналитиком инвестиционного банка *Goldman Sachs* Д. О'Нейлом в 2001 г. В профессиональной среде трейдеров международных финансовых рынков термин использовался как обозначение активов этих стран в сделках. БРИКС не является экономическим альянсом, скорее это политический клуб, союз наиболее динамично развивающихся экономик. Цель БРИКС — обратить свой растущий потенциал в геоэкономике в новый вес, авторитет, место и роль в геополитике. Амбиции группы БРИКС имеют серьезные основания: этим странам принадлежат 26% территории земли, 43% населения, около 15% мирового ВВП, 40% производства пшеницы, 50% производства свинины, 30% производства мяса птицы и говядины, 32% пахотных земель. Россия, КНР и Индия —

---

\* Статья подготовлена на основе доклада, сделанного на международной научной конференции «БРИК — прорыв в глобальную экономику XXI века» (22–23 мая 2008 г., Санкт-Петербург, Смольный), организованной Правительством Санкт-Петербурга, префектурой Рио-де-Жанейро, мэрией Мумбаи, Народным правительством Циндао и экономическим факультетом СПбГУ.

<sup>1</sup> Проблематике БРИКС посвящены международные научные конференции. В частности, в мае 2010 г. в Шанхае прошел международный экономический форум «Экономическая глобализация и выбор Азии: отражение, восстановление, реструктуризация», на котором выступили ученые экономического факультета СПбГУ С. Ф. Сутырин, В. М. Шавшуков, Л. В. Попова. В 2008 и 2009 гг. в Санкт-Петербурге состоялись представительные научно-практические конференции «БРИК: прорыв в глобальную экономику XXI века», «БРИК: шаг за шагом» [1; 2].

---

**Вячеслав Михайлович ШАВШУКОВ** — д-р экон. наук, профессор кафедры экономической теории и экономической политики экономического факультета СПбГУ. Окончил экономический факультет Пермского гос. ун-та, Школу бизнеса и приватизации ЕБРР. В 1983 г. защитил кандидатскую, в 2002 — докторскую диссертации. С 1998 г. работает на экономическом факультете. Участник 8 российских и 9 международных конференций, организатор и модератор международных научно-практических конференций 2008–2009 гг. по проблемам развития стран БРИК. В 1990-е годы работал в многофилиальном банке, входящем в TOP 500 банков Европы, обладает практическим опытом работы на международных рынках денег, долговых обязательств и капитала. В 1996–1998 гг. участвовал в программе ЕБРР «Проект поддержки финансовых институтов». Область научных интересов — глобальные финансы и международное банковское дело. Автор около 90 публикаций в России и за рубежом.

© В. М. Шавшуков, 2012

державы, обладающие 5190 ядерными боезарядами [3, р. 23]. Основные конкурентные преимущества БРИКС в первой половине XXI в. связаны с углеводородными ресурсами России, относительно дешевыми трудовыми ресурсами Китая при производстве товаров и Индии (производство IT), природными ресурсами ЮАР, доминированием Бразилии в производстве сахара, сои, железной руды, биотоплива, этилового спирта и электроэнергии из отходов сахарного тростника.

Международные торгово-экономические позиции БРИКС представлены в табл. 1 и опираются на достигнутый уровень производства ВВП. Совокупный его объем составляет 67% от ВВП ведущей экономики мира. При этом потенциал БРИКС далеко не исчерпан. Свидетельством тому являются устойчиво высокие темпы роста ВВП — более 6% по группе. Экспортно ориентированные стратегии группы обеспечили сильные позиции в международной торговле (доля БРИКС составляет более 6%). Наконец, БРИКС создал мощную «подушку финансовой безопасности» в виде международной ликвидности, составляющей 3,5 трлн долл.

Таблица 1. Ключевые международные торгово-экономические и финансовые позиции БРИКС, 2009–2010 гг.

Страны	ВВП			Международная торговля, трлн долл.		Международная ликвидность
	Объем ВВП, трлн долл.	Темп прироста, % к предыдущему году	Прогноз темпов прироста ВВП, % к 2011 г.	Экспорт товаров (цены FOB); доля страны в мировой торговле	Импорт товаров (цены CIF); доля страны в мировой торговле	Общие резервы (включая золото), трлн долл.
	2009 г.	2010 г.	2012 г.	2010 г.	2010 г.	2009 г.
Китай	4,9	9,7	8,7	1,6 10,35%	1,4 9,07%	2,5
Россия	1,2	4,5	4,5	0,4 2,63%	0,25 1,62%	0,4
Индия	1,4	8,2	8,8	0,2 1,42%	0,32 2,10%	0,3
Бразилия	1,5	5,0	4,3	0,2 1,33%	0,19 1,25%	0,3
ЮАР	0,3	3,8	4,8	0,8 0,54%	0,09 0,61%	0,04
БРИКС	9,4	6,24	6,22	2,5 16,26%	2,3 14,64%	3,5
США	14,1	2,93	3,2	—	—	0,4
Все страны	26,7	30,54	—	15,2	15,4	—

Составлено по: [4, р.101; 5–7].

Валютная политика монетарных властей БРИКС была разнообразна и нацелена на обеспечение геоэкономических и макроэкономических целей. ЦБ Китая в течение

30 лет проводил политику фиксированного курса юаня. Курс был занижен, но обеспечивал финансовую безопасность страны и позволял создавать дополнительные конкурентные преимущества на международных товарных рынках. ЦБ РФ в рамках валютного коридора проводил политику стабильности курса в интересах экспортно ориентированных отраслей. Данная политика не предотвратила девальвации рубля в 1998 г. и не создала валютных стимулов для обрабатывающих отраслей. Свободные валютные режимы ЮАР, Индии и Бразилии обеспечили стабильность национальных валют. График курсов валют (рис. 1) демонстрирует стабильность валют БРИКС (за исключением российского дефолта 1998 г.) и тенденцию к их укреплению, как результат — усиление позиций экономик. Центральные банки стран БРИКС обеспечили главное в валютной политике — стабильность курсов национальных валют. Пути были разные и не равно эффективные.

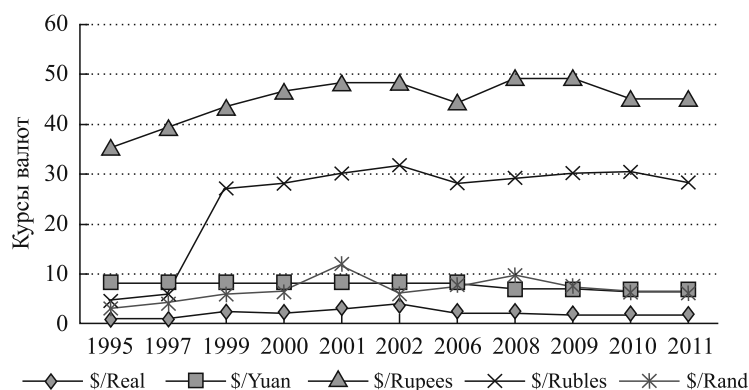


Рис. 1. Курсы валют стран БРИКС, 1995–2011 гг.

Составлено по: [8, р.186–193, 240–243, 450–453, 740–745; 9, р.488–493, 264–267, 808–813, 198–207, 1006–1019, 138–143; 10].

Отражением положительной динамики экономического развития БРИКС с 2001 по 2011 г. стала их рейтинговая история. С 2007 г. все страны БРИКС вошли в зону инвестиционных рейтингов (рис. 2). Рейтинговое агентство S&P, высоко оценив антикризисную политику группы, во втором полугодии 2010 г. повысило рейтинг Китая до AA минус, с 2008 г. не изменяло рейтинги ЮАР (BBB плюс), России (BBB), Бразилии и Индии (BBB минус).

В конце XX в. в мировой экономике хронологически совпали два крупных процесса — глобализация и начало модернизации четырех наиболее динамично развивающихся экономик мира: Бразилии, России, Индии и Китая. Четыре страны вступили в полосу реформ в 1980-е годы. В эти же годы начался первый этап глобализации. Несмотря на то что Россия и Китай уходили от командно-административной экономики, а Бразилия и Индия оставались в системе рыночной экономики, все четыре страны начали проводить реформы в направлении эффективной смешанной экономики. Реформы стран БРИК отличались друг от друга содержанием, формами, этапами, национальной спецификой, но их вектор был один — создание конкурентной национальной экономики и бизнеса, нового центра силы в мировой геоэкономике и геополитике, повышение качества жизни.

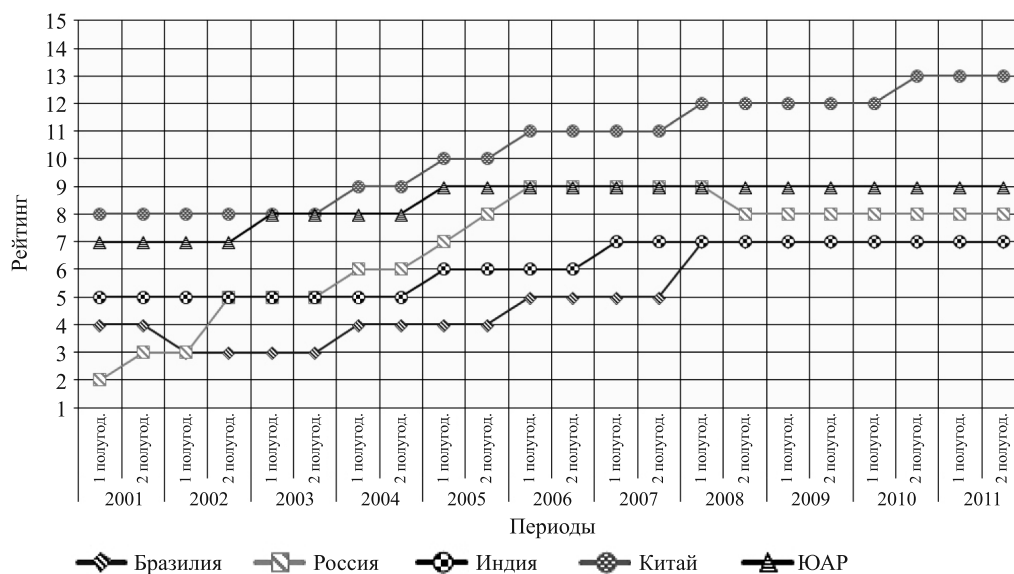


Рис. 2. Рейтинговая история БРИКС, 2001–2011 гг. (S&P, долгосрочные в иностранной валюте). Составлено по: [11].

Поскольку стратегии реформации всех стран БРИК предполагали использование преимуществ и выгод от глобализации<sup>2</sup>, а наиболее развитой частью мировой экономики являются глобальные финансы, то необходим анализ процессов и форм вхождения национальных финансовых рынков стран БРИК в систему глобальных финансов. Глобальные финансы — это совокупность отношений по формированию обязательств и перераспределению активов на международных рынках денег, капитала и валюты, которые становятся центростремительной силой, втягивают в себя национальные рынки, определяют ценовые ориентиры, направляют потоки капитала в мировом масштабе.

### Новые черты развивающихся рынков БРИКС

В начале XXI в. сформировались новые явления в глобальной конкурентоспособности. Страны БРИК продемонстрировали преимущества в темпах роста ВВП (в 2007 г. 8,4%), промышленного производства (5–13%), торговли, международного финансирования, наконец, имеют положительное сальдо платежного баланса (устойчивую бездефицитность!).

<sup>2</sup> К ним относятся: переданное производство из финансового центра (ЕС, США, Япония) на финансовую периферию; превращение национальных рынков в сегмент глобальных; либеральное валютное законодательство, позволившее значительно увеличить потоки капитала между развитыми и развивающимися странами; высокотехнологичные отрасли, связавшие рынки в единый глобальный. Все это дало возможность привлечь иностранный капитал на рынки БРИК, построить высокотехнологичные предприятия с современным менеджментом и культурой производства, открыть путь на международные рынки и создать национальные ТНК.

Ведущие компании БРИК — *Embraer* (Бразилия), Газпром, «Северсталь», Роснефть, ОАО «РЖД», ОАО «ВТБ», ОАО «Компания “Сухой”» (Россия), *Essar Steel, Steel Author, Tata* (Индия) становятся все более конкурентоспособными на мировых рынках. Некоторые из них уже стали ТНК. Многие выходят на международный рынок денег и капитала, производя синдицированные заимствования и размещение капитала (IPO) на рекордные суммы (до 8–9 млрд долл.)<sup>3</sup>.

Развивающиеся рынки БРИК стали привлекательным объектом прямых инвестиций из финансового центра. Так, в свободной экономической зоне Шанхая работает около 3000 международных компаний с мировыми брендами. В Индии более 200 ТНК имеют свое производство (*Oracle, Intel, Adobe, St. Microelectronics, SAP*) и успешно функционируют в высокотехнологичном секторе экономики ИТ и R&D. Это позволило Индии занять 4-е место в мире по НИОКР в ИТ и средствах связи, стать одним из основных производителей аутсорсинговых услуг на рынке программного обеспечения, поставщиком кадров для исследований в области биотехнологий и фарминдустрии [13–16]. Другие ТНК (*Texas Instruments, HP, Microsoft, GE, Philips, Motorola, Google, Cisco, Bayer, Siemens*) активно используют китайских, индийских и российских талантливых специалистов в области ИТ в своих исследованиях и производстве высокотехнологичной продукции.

Вместе с тем быстрый экономический рост (удвоение Китаем ВВП за 5 лет) ведущих стран БРИК может замедлиться. Это связано с несколькими причинами. Одни отражают фундаментальные слабости экономик этих стран, другие являются результатом переходной экономики и развивающегося рынка. К первой группе причин отнесем неэффективность корпоративного и государственного управления, низкий уровень инновационных технологий. Разрыв в качестве управления и уровне развития экономики знаний с развитыми странами чрезвычайно велик: в 2009 г. по последнему показателю Россия занимала 60-е место, Китай — 81, Индия — 109-е [17]. Вторую группу причин составляют: усиление национальных валют; рост инфляции (по инвестиционным товарам до 6%, по потребительской товарам до 12%); рост заработной платы (9%) и опережение темпов ее роста над темпами роста производительности труда; невысокая конкурентоспособность; слабая банковская система.

В целом страны БРИКС серьезно уступают развитым экономикам по производительности труда, качеству управления, маркетинга, сбыта, подготовки кадров. В результате существует огромный разрыв с развитыми странами по конкурентоспособности бизнеса и национальных экономик, качеству жизни, бюджетной эффективности.

**Рынок денег стран БРИК.** Одним из признаков глобальных финансов является устранение (снижение) барьеров между национальными и международными финансовыми рынками. Это происходит путем либерализации валютного законодательства, создания адекватной инфраструктуры рынка и устранения излишних административных препятствий. Существенное уменьшение высоты барьеров приводит к тренду падения ставок денежного рынка, что демонстрируют данные по странам БРИК. Ценовые ориентиры целенаправленно снижались: ставки денежного рынка с 1996 по 2006 г. сократились по группе в 3,27 раза — с 24,62 до 7,53%, ставки по государственным облигациям с 2002 по 2011 г. — в 2,82 раза — с 13,66 до 4,84% [8, р. 186–193, 240–243, 450–453, 740–745, 914–921; 9, р. 488–493, 264–267, 808–813, 198–207, 1006–1019, 138–143;

<sup>3</sup> См. табл. 2, 3 настоящей статьи; см. также [12, с. B05].

4, р. 102]. Это нашло адекватное отражение в тренде снижения кредитных ставок: за период с 1996 по 2009 г. средние ставки по группе сократились в 3,2 раза — с 51,64 до 16,16% (для сравнения — средняя кредитная ставка в США за аналогичный период составила 10,6% [8, р. 186–193, 240–243, 450–453, 740–745, 914–921; 5].

В предкризисное десятилетие (1996–2006 гг.) локомотивом роста мировой экономики в значительной степени были развивающиеся рынки, прежде всего БРИКС. Их инвестиционный спрос обусловил с 1996 по 2010 г. рост сделок в сегменте развивающихся рынков международного рынка денег в 3,4 раза — с 82,19 млрд до 272,1 млрд долл. Поскольку размеры заимствований ТНК значительно превышают синдикации компаний развивающихся рынков, их доля в докризисный период сократилась с 16 до 11%. В посткризисный период развивающиеся рынки, прежде всего БРИКС, продемонстрировали большую живучесть и быстрее вышли из кризиса, чем развитые экономики. Это нашло отражение в увеличении до 19% их доли в совокупном объеме синдицированных заимствований на международном рынке денег. При этом доля БРИКС составила 41% (110,2 млрд долл., а самыми крупными заемщиками выступают Индия и Россия — по 33 млрд долл.) [18, р. А82; 19, р. А110].

**Фондовый рынок БРИКС.** Рынок долговых обязательств и капитала — более емкий и привлекательный как источник долгосрочного финансирования. Динамика этого рынка по сегментам представлена в табл. 2.

Таблица 2. Международный рынок долговых ценных бумаг в 2005 и 2010 гг.

Страны	Объем выпуска ценных бумаг (млрд долл.), структура рынка		Объем рынка (млрд долл.), доля стран и институтов					
			Государство		Финансовые институты		Корпорации	
	2005 г.	2010 г.	2005 г.	2010 г.	2005 г.	2010 г.	2005 г.	2010 г.
Все страны	14 634,5 100%	29 045,6 100%	1437,0 9,8%	2598,7 9,3%	11 105,9 75,9%	21 709,0 74,7%	1547,2 10,6%	3760,3 13%
Развитые страны	13 044,5 89,1%	26 169,5 90,0%	953,7 6,5%	1971,0 6,8%	10 707,6 73,2%	20 810,2 71,6%	1383,3 9,5%	3388,3 11,7%
Развивающиеся страны	862,8 5,9%	1635,3 5,6%	452,5 3,0%	587,7 2,0%	273,8 (1,9%)	721,2 2,5%	136,6 0,9%	326,5 1,1%
Оффшорные центры	182,7 1,25%	263,2 0,9%	30,8 0,2%	40,0 0,1%	124,5 0,8%	177,6 0,6%	27,3 0,2%	45,5 0,2%
<b>БРИКС</b>		541,3 (1,9%)		–		336,3 (1,2%)		100,2 (0,4%)
В том числе:								
Бразилия		186,7 (0,6%)		51,0 (0,2%)		108,7 (0,4%)		27,0 (0,1%)
Россия		162,7 (0,56%)		31,6 (0,1%)		105,8 (0,36%)		25,4 (0,08%)
Индия		52,4 (0,2%)		–		23,9 (0,1%)		28,5 (0,1%)
Китай		87,0 (0,4%)		5,9 (0,02%)		69,7 (0,2%)		11,5 (0,03%)
ЮАР		52,5 (0,2%)		11,1 (0,03%)		28,2 (0,1%)		7,8 (0,026%)

Составлено по: [18, р. А86–А90; 19, р. А113–А117].

В целом на развивающихся рынках государство выступает ведущим эмитентом. Являясь основным экономическим субъектом развивающихся экономик, оно вызывает больше доверия со стороны ТНК и консервативных фондов. В 2005 г. объем разме-

щения государственных бумаг развивающихся стран только в 2 раза уступал развитым странам (453 млрд против 954 млрд долл.).

Новые явления в финансовом секторе БРИКС меняют ситуацию. Происходит усиление капитальной базы национальных банков и компаний, растут их капитализация, прозрачность, кредитные рейтинги, стремительно усиливается стабильность локального фондового рынка. Это формирует тенденцию увеличения масштабов финансирования развивающихся компаний и банков на международном рынке капитала. Этот рынок является основным источником заимствований. Не случайно дебютные выпуски облигаций стран БРИК были осуществлены в виде еврооблигаций.

Закономерности размещения корпоративных бумаг стран БРИК в предкризисные 2006–2007 гг. (табл. 3) следующие: средние объемы эмиссий — 500 млн долл.; сроки к погашению — 5–7 лет; купон 150–200 базисных пунктов (б. п.) над казначейскими обязательствами США (U. S. T-Bills), что отражает рейтинги суверенов и корпоративных эмитентов.

Таблица 3. Выпуски еврооблигаций, 1 января — 29 сентября 2006 г.

Страна	Эмитент	Объем эмиссии (долл.), год погашения	Купон, %	Цена, доходность, %
Россия	Россельхозбанк	500 млн	6,97	—
	Альфа-банк (BB-)	400 млн (2009)	7,875	—
	Мосэнерго (B)	5 млрд (2011)	7,68	100,12–100,35
	«Нефтяной альянс»	3 млрд (2011)	9,40	Доходность 8,82%
	Банк «Русский стандарт» (B+)	650 млн (2009)	6,825	—
Бразилия	<i>Braskem</i> (BB+)	275 млн (2008)	8	—
	<i>Banko Votorantim</i>	200 млн (2016)	150 б. п. над казначейскими обязательствами США	—
	<i>BicBanco (Ba3)</i>	200 млн (2009)	8,50	—
	<i>Banko Cruzeiro do Sul</i>	100 млн (2011)	8,125	—
Китай	<i>Golden Eagle Retail Group</i>	HK1 млрд (2011)	—	Облигация с нулевым купоном, доходность 4,95%
	<i>Chinhan Bank</i>	350 млн (2015)	205 б. п. над казначейскими обязательствами США	—
Индия	<i>Bank of India</i> (BB+)	240 млн (2021)	6	—

Составлено по: [20, p. 88; 21, p. 91–92].

В 2007 г. российские компании в ходе IPO привлекли 20 млрд долл., а общий объем размещения российских ценных бумаг превысил 32 млрд долл. Крупнейшими эмитентами среди компаний развивающихся стран стали в 2006 г. Роснефть (10 млрд долл.), в 2007 г. Сбербанк РФ и ОАО «ВТБ» (8,8 и 8 млрд долл. соответственно) [22, с. Б05].

Объем финансирования развивающихся рынков за 6 лет (2000–2006 гг.) удвоился: он увеличился с 216 до 411 млрд долл. Это явилось свидетельством роста доверия

к ним в результате повышения кредитных рейтингов, высокой доходности и ликвидности. Для ТНК, паевых и хедж-фондов финансовые рынки стран БРИК стали чрезвычайно привлекательными.

Фондовый рынок БРИКС достаточно развит, имеет современную инфраструктуру. Высокая доходность и ликвидность делает его привлекательным для глобального инвестора. Национальные финансовые рынки стали торговыми площадками глобальных. Активы таких ведущих транснациональных банков, как *HSBC*, *Citigroup*, *UBS*, размещены в 60–80 странах мира. Экономике развитых и развивающихся рынков в 2000-е годы «стянуты обручем» среднегодовых инвестиционных потоков в 200–700 млрд долл.

Табл. 4 демонстрирует новации сделок компаний БРИК на рынке долговых обязательств и капитала: IPO размещаются как в финансовом центре — Лондоне и Гонконге, так и на финансовой периферии — в Бразилии; IPO сопровождается опционом GDR; организаторами IPO выступают как глобальные лидеры инвестиционных банков *UBS*, *CS*, *Merrill Lynch*, так и индийский банк *Kotak Mahindra*.

Таблица 4. Первичное публичное размещение ценных бумаг компаний БРИК на фондовых рынках развитых стран (IPO), 1 января — 23 сентября 2006 г.

Страна	Акционерная компания	Объем эмиссии, млн долл.	Характеристика сделки	Организатор
Индия	<i>Power finance Corp.</i>	321	IPO Privatization according Government plan	<i>Enam Financial Consultants, Kotak Mahindra</i>
	<i>Cairn Energy India</i>	2000	IPO LSE	<i>ABN AMRO, Merrill Lynch</i>
	<i>Kalpataru PowerTransmission</i>	74,84	Private Qualified Institutions Placement with an option ADR/GDR markets	<i>Kotak Mahindra</i>
Бразилия	<i>Medial Saude</i>	300	IPO (secondary) First healthcare deal	<i>Credit Suisse</i>
	<i>Electropaulo Metropolitana</i>	532,5	IPO (secondary) Level 2 listing on the Bovespa	<i>Credit Suisse, JPMorgan</i>
Китай	<i>Action Semiconductor</i>	83	IPO (primary)	<i>Citigroup, Morgan Stanley</i>
	<i>Beijing North Star</i>	461	IPO (primary)	<i>Galaxy</i>
	<i>China Blue Chemical</i>	341	IPO (primary)	<i>JPMorgan</i>
	<i>Focus Media</i>	140,2	IPO (secondary)	<i>Credit Suisse</i>
	<i>Hopson Development</i>	104	IPO (primary)	<i>Credit Suisse</i>
	<i>R&amp;F Properties</i>	206	IPO (primary)	<i>Morgan Stanley, JPMorgan</i>
	<i>Beijing Jingkelong</i>	76	IPO (primary) Hong Kong listing	<i>UBS</i>
	<i>China Merchants Bank</i>	2410	IPO Hong Kong listing	<i>UBS, JPMorgan</i>
Россия	ОАО «Открытые инвестиции»	881,2	IPO	<i>ING, Renaissance Capital</i>
	ОАО «Уралкалий»	1000	IPO Includes a GDR listing at LSE	<i>Credit Suisse, UBS</i>

Составлено по: [21, p. 99–100; 20, p. 104,106; 23, p. 111].



**Новые черты фондовых рынков БРИКС.** Индексы развивающихся рынков БРИКС становятся в «мирное, не кризисное время» все более стабильными: годовой разрыв между высшим и низшим курсом акций (*High/Low*) по сравнению с индексами развитых стран составлял в докризисный период всего 8% (табл. 5).

Таблица 5. Мировые фондовые индексы и финансовые индикаторы в 2006 г.

Фондовые индексы	Изменения между высшим и низшим курсами, % за 52 недели	Доходность, %	Коэффициент P/E
FTSE World	20	—	—
DJIA	11,7	0,1–2,9	18,1
FTSE NASDAQ 500	12,5	0,3–2,2	25
Shanghai A, China	24	0,77	23,5
BSE Sens, India	16	1,15	20,7
Bovespa, Brazil	14	3,38	12
RTS, Russia	16	0,82–6,4	16,9

Составлено по: [24, p.10–11].

Доходность на развивающихся рынках значительно выше (в 2–3 раза), но нестабильна и имеет тенденцию к снижению. Так, в 2006 г. индекс развивающихся рынков (Morgan Stanley Capital International — MSCI) вырос на 29%, а Индекс DJIA BRIC — на 53% [24, p.12]. Российский индекс РТС в 2005 г. вырос на 85%, 2006 — на 70, а в 2007 г. — только на 19% [22, с. Б02].

Подчеркнем, что в докризисный период отношение курса акции к чистой прибыли в расчете на одну акцию за год (*Price/earning ratio*) составляет 12–24% и незначительно уступает этому коэффициенту DJIA и NASDAQ (среднее значение 21,5 при разбросе коэффициента 5–60). Это свидетельствует об общей тенденции роста цен акций, капитализации и игре глобальных инвесторов на развивающихся рынках на повышение. Характерно, что коэффициент P/E значительно выше у высокотехнологичных компаний по сравнению с традиционными отраслями обрабатывающей промышленности. Так, по этому показателю среди лидеров индийского фондового рынка (по данным *NSE* и *BSE*) находятся IT компании *Lanco Infra* — 577, *Unitech* — 167, *HMT* — 297, *Cambridge Sol* — 320, а среди аутсайдеров: *Znari Inds* — 1,5, *Tata Steel* — 7,8, *Varum Ship* — 5,5 [25, p.24].

Азиатские рынки традиционно первыми реагируют на изменение американского финансового рынка. Но они не настолько уязвимы, как это было в 1990-е годы. Растет доля развивающихся рынков в потоке глобального частного инвестиционного капитала (в 2003 г. он составлял 3,4 млрд, в 2006 — 22 млрд долл. [26, p. 2]). Это стало результатом высокого экономического роста (7–12%) и усиления стабильности развивающихся рынков БРИКС; роста конкуренции развивающихся финансовых рынков (доходность развивающихся рынков в 2,67 раза выше развитых: 23% против 8,6% [27]); роста амбиций компаний и капитализации рынков.

Так, в предкризисном 2007 г. по сравнению с 2006 г. капитализация российского фондового рынка выросла на 50% — с 1 до 1,5 трлн долл. Капитализация индийского фондового рынка в 2006 г. среди 3600 эмитентов на биржах *NSE* и *BSE* составила 1,6 трлн долл. [22, с. Б02; 25, р. 26]. Меняется структура фондового рынка в пользу обрабатывающих отраслей и ИТ. Так, в структуре отраслевой капитализации фондового рынка России в 2007 г. произошло сокращение доли сектора нефти и газа с 60 до 48,6%, увеличилась доля финансового сектора (13,8%), металлургии (13,7%), энергетики (13,4%), телекоммуникации (7,9%) [22, с. Б02; 27, с. 16].

В 2007–2008 гг. нестабильность процентных ставок американского и европейского финансового рынков повлияла на глобальный кризис ликвидности. Но эффект влияния по сегментам был не пропорционален: коэффициент корреляции между развитыми рынками и рынками БРИК составил 0,5 (табл. 6). Чрезвычайно важно подчеркнуть, что коэффициент корреляции за период 1997–2007 гг. находился в интервале 0,2–0,3. Коэффициент сократился на 30%! Это произошло вследствие роста стабильности развивающихся рынков стран БРИК. Международный рынок капитала адекватно, рыночному отреагировал на усиление экономик и финансового сектора стран БРИК, который стал значительно более устойчив, стабилен, а глобальный инвестор — менее пуглив.

Таблица 6. Корреляция фондовых индексов развивающихся рынков БРИК и развитых рынков

ИНДЕКСЫ	Значение индексов во время кризиса в странах ЮВА в октябре 1997 г., % падения	Значение индексов в условиях стабильного развития мирового фондового рынка 25–26 января 2007 г., % роста	Влияние кризиса ипотечного кредитования в США 16 января 2008 г. на индексы развивающихся рынков, % падения
DJIA	-4,7	0,43	-2,2
FTSE 100	—	—	-1,37
NIKKEI 225	—	—	-3,35
Shanghai A, China	—	0,88	-2,8
BSE Sens, India	—	1,22	-2,0
Bovespa, Brazil	-10,20	1,43	-7
RTS, Russia	-15,67	1,39	-4,52
Коэффициент корреляции	0,3	0,4	0,5

Составлено по: [28, с. 1; 29, с. 1].

В предкризисном 2007 г. на глобальном рынке капитала произошли качественные изменения фундаментального характера. Компании развивающихся стран стали основным глобальным инвестором. Объем их сделок по приобретению активов на развитых рынках составил 130,5 млрд долл. Компании из развитых стран совершили сделки слияния и поглощения (M&A) на развивающихся рынках на сумму 128,6 млрд долл. [30, с. 16].

Сформировался новый фокус инвестирования компаний развивающихся рынков — обрабатывающие и высокотехнологичные отрасли развитых стран. Если в 1990-е годы объектом инвестирования являлись нефтегазовые и золотодобывающие компании, то начиная с 2007 г. особый интерес представляют активы глобальных металлургических, автомобильных, авиационных и «электронных» компаний (*Accelor, EADS, GM*).

Складывается новая область противостояния компаний развивающихся экономик на развитых рынках — отрасли высоких, авангардных, инновационных технологий. Это последний (наряду с менеджментом) бастион существенных преимуществ развитых экономик по сравнению с остальным миром.

Инвестиционные стратегии стран БРИК на глобальном рынке капитала различны. Компании Китая и России совершают сделки M&A по планам и решениям своих правительств, стратегия Индии — содействие превращению крупных национальных компаний (*Tata, Wipro, Infosys Technologies*) в ТНК. Такая же цель стоит и перед российскими ОАО «Газпром» и ОАО «ВТБ».

Новые явления в инвестиционном противостоянии финансового центра и финансовой периферии модифицируют стратегии защиты национальных активов. Развитые страны блокируют (ограничивают) поток инвестиций из ОАЭ, Южной Кореи, стран БРИК в высокотехнологичный сектор экономики, машиностроение, строительную индустрию, порты.

Правительства стран БРИК ограничивают (регулируют) объем иностранных инвестиций в ресурсный сектор экономики, оборонно-промышленный комплекс и в активы естественных монополий. Только 30% сделок M&A компаний развитых стран в странах БРИК имеет успех [30]. Причины этого заключаются и в протекционистских мерах правительств, и в плохом маркетинге западных ТНК, адекватно не учитывающих специфику различных сегментов экономик развивающихся рынков.

### Банковский сектор БРИКС

Банки БРИКС представлены очень сильной группой государственных банков, частными банками, банками с иностранным капиталом и оффшорными банками. Лидирующие позиции по депозитным и кредитным портфелям занимают госбанки.

В ТОП-1000 (по итогам 2010 финансового года) входят более 160 банков стран БРИК с совокупным капиталом первого уровня около 1 трлн долл. (табл. 7). Однако это в 6 раз превышает аналогичный размер капитала любого из пяти ведущих банков мира. Ведущим же банкам Бразилии, Индии и России принадлежит совокупный капитал менее 150 млрд долл. Только два банка Китая входят в ТОП-20 банков мира по размеру капитала, имея 113 и 96 млрд долл. соответственно.

Несмотря на слабость капитальной базы большинства банков БРИК, они, как денежно-кредитные институты, в целом выполняют свою роль по кредитованию промышленности, сельского хозяйства и населения в диапазоне от 70% от ВВП в Индии до 260% в Бразилии.

С 2000 г. происходит последовательное усиление позиций банков БРИК в глобальных финансах. Это находит отражение в ключевых финансовых показателях: растут капитал, активы, прибыль. В результате усиливаются их позиции в ТОП-1000 банков мира. В 2011 г. банки КНР по размеру капитала первого уровня (619,5 млрд долл.) за-

Таблица 7. Банки БРИК в ТОР-1000 банков мира в 2005 и 2010 гг.

Страна	Количество банков		Места в мире	Место в мире ведущего национального банка	Мин. и макс. размеры капитала первого уровня и их общее значение для банков из списка Top-1000, долл.	Диапазон активов банков из Top-1000, млрд долл.	Рентабельность активов (ROA), %	Достаточность капитала
	2005 г.	2010 г.						
Россия	24	30	138–986	Сбербанк РФ 43	204 млн — 3,9 млрд Σ15,9 млрд	1,5–70	≈ 3,9	≈ 21,69
Индия	22	31	93–964	<i>SBI</i> 68	217 млн — 5,9 млрд Σ 422 млрд	5,5–144	≈ 1,4	≈ 13,23
Бразилия	16	16	94–936	<i>Banco do Brazil</i> 16	11 млн — 36,9 млрд Σ32 млрд	3–79	≈ 2,6	≈ 20,05
Китай	19	84	11–980	<i>ICBC</i> 7	207 млн — 5,9 млрд Σ 116 млрд	2,9–516	≈ 0,58	≈ 8,23
БРИК	81	161	—	—	Σ 586 млрд	—	—	—

Составлено по: [31, р. 285–287; 32].

няли третью позицию после США и ЕС, четвертую — по активам (11 трлн долл.). Два ведущих китайских банка вошли в ТОР-10 по капиталу, пять банков — в ТОР-25 по прибыли. Банки КНР с 2007 по 2011 г. удвоили свою долю в размере прибыли ТОР-1000 до 21%. Банки Бразилии вошли в ТОР-6 по капиталу (116,5 трлн долл.) и активам (1,6 трлн долл.), заняли вторую позицию по показателю отношения прибыли к среднему капиталу (32%), бразильские банки в посткризисный период на 76% увеличили размер капитала первого уровня, удвоили размер активов и увеличили прибыль на 50%, достаточность капитала составила 7,59%. Вместе с тем в кредитном портфеле доля кредитов предприятиям равнялась всего 37%. Банки РФ увеличили свое представительство в ТОР-1000 до 30 кредитных институтов, Сбербанк РФ стал 23-м банком мира по размеру прибыли 7,5 млрд долл. [32].

#### БРИК в условиях глобального финансово-экономического кризиса 2008–2009 гг.

Первые кризисы глобальных финансов (в 1994 г. — в Мексике, 1997 — в странах ЮВА, 1998 — в России, Чехии, странах Балтики, 1999 — в Турции, в 1999–2000 гг. — в Аргентине и Бразилии) имели больше региональный эффект, нежели глобальный. Кризисы в 1980–1990-е годы запускала некая национальная экономика. Корни кризисов имели внутренний характер, но внешний фактор (действия ТНК, ТНБ, паевых

фондов) усугублял макроэкономическую ситуацию. На кризис работали инфляционное давление (рост внутренних цен на акции и собственность вызывал внутренний дефицит) и дефицитность платежных балансов. Искусственное удержание центральными банками курса валют в рамках валютного коридора и привязки к валютному якорю не обеспечивали стабильности курса и приводили к девальвации. Непрозрачность финансового сектора, практика рискованного кредитования правительств, кризис доверия к национальным банкам приводили к недооцененности рисков зарубежными инвесторами и рейтинговыми агентствами и переоцененности доходности локальных финансовых активов. В этих условиях «глобальный инвестор», выполняя свои обязательства перед инвесторами и акционерами, вынужден был выводить активы, номинированные в национальной валюте, что обрушивало стабильность ее курса и способствовало девальвации. Наряду с общими в каждой стране были специфические причины кризисов. Так, в России в 1998 г. внутренние слабости банковского сектора — дефицит свободного капитала, низкая ликвидность и надежность, плохое управление активами и пассивами, валютными и процентными рисками — привели к краху банковской системы.

*Глобальный финансово-экономический кризис 2008–2009 гг.* Поскольку статья не посвящена подробному анализу природы, причин и механизмов распространения кризиса, то ограничимся лишь авторским тезисом и кратким обзором наиболее авторитетных научных оценок российских экономистов.

*Природа кризиса*, по нашему мнению, носит тройственный характер: во-первых, кризис элементов национальных и мировой финансовой систем; во-вторых, кризис монетаристской модели «смешанной экономики», основанной на технологиях второй половины XX в.; в-третьих, переход к новому технологическому укладу, основанному на информационных, «нано», «био», «зеленых», «голубых», энергосберегающих технологиях, генной инженерии, альтернативных источниках энергии, других инновационных технологиях, которые представляют собой технологический ответ на потребности общества и экономики, актуальные проблемы цивилизации — продовольственная, экологическая, ядерная и энергетическая безопасность человечества. Как справедливо отмечают С. Ф. Сутырин и В. В. Лукашевич, «современный кризис стал первым в новейшей истории кризисом формирующейся экономики знаний» [33, с. 8]. Если природа процессов отражает глубинные фундаментальные явления, то причины носят поверхностный характер. Природа и причины могут совпасть по времени и в пространстве. Ипотечный кризис в США, спровоцировавший кризис финансового, строительного и промышленного рынков в США, затем ЕС, Японии, развивающихся стран, стал непосредственной причиной глобального кризиса.

Российские ученые провели комплексный, многоаспектный анализ глобального кризиса 2008–2009 гг. и его последствий. В частности, по мнению В. Т. Рязанова, глобальный кризис стал кризисом «модели глобального либерализма», теории и практики финансового капитализма, победившего промышленный капитализм [34, с. 5]. Автор раскрывает природу глобального равновесия и его нарушения: в мировой экономике сложилось разделение труда между финансовым центром и периферией. Центр поставлял товары, инвестиции, услуги, периферия — сырье и дешевую рабочую силу, что привело к избытку капитала на периферии и дефициту в центре. И в конце XX в. возникла новая модель поддержания равновесия в мировой экономике: дефицит ведущей экономики мира покрывался за счет восточно-азиатских и нефтеэкспортирующих

стран. Противоречие между финансовыми рынками и реальной экономикой взорвало экономику США и остальной мир [34, с. 6, 11, 12].

В. В. Иванов причины кризиса видит в крайне высоких темпах роста объемов кредитования в 1997–2007 гг., способствовавших росту инфляции и избыточной ликвидности, что подтолкнуло инвесторов к вложениям в рискованные активы, привело к разрыву между реальной и финансовой экономикой [35, с. 4]. Если причиной глобального кризиса, подчеркивает автор, стало избыточное кредитование, то особенностью российского — его недостаточность [35, с. 10].

Формированию новой архитектуры глобальной экономики и ее регулированию посвящены исследования С. Ф. Сутырина. В них аргументированно показывается, что процессы глобализации обострили проблему согласования, координации глобального и регионального регулирования рынков [36, с. 81–82]. Для ее решения предложена модель сетевого глобального регулирования, в рамках которой государства взаимодействуют с международными и субнациональными институтами [33, с. 5, 6, 9].

Страны БРИК внесли свой «вклад» в формирование условий для глобального кризиса. В 2000-е годы сформировалась тенденция роста мировых цен на сырье и продовольствие в значительной степени за счет роста спроса на нефтепродукты и газ Китая и Индии, что вызвало рост себестоимости, цен, снижение совокупного потребления. С 2000 по 2008 г. (11 июля 2008 г.) цена нефти «Brent» выросла с 28 до 147,27 долл. за баррель. Произошел рост цен на серную кислоту (используется для обработки стали, производства меди, биоэтанола). Индекс цен на продовольствие в 2006 г. вырос на 26%, 2007 — на 41%. Цены на пшеницу и рис увеличились с 2000 по 2007 г. на 100 и 80% соответственно [37–40]. Это было вызвано ростом производства агросырья для производства биоэтанола, изменением структуры питания населения развивающихся стран, ростом потребления в странах БРИК.

Глобальный кризис вошел в экономики стран БРИКС по трем коридорам.

1. Структура экономик группы БРИКС сфокусирована на различные экспортные рынки: Китай — на широкие рынки потребительских товаров, Индия — ИТ технологии и компоненты, Бразилия — сельскохозяйственную продукцию, Россия — углеводородное сырье, ЮАР — разнообразные природные ресурсы. Их экономики зависят от экспорта, государственные бюджеты и золотовалютные резервы (ЗВР) детерминированы емкостью и конъюнктурой экспортных рынков. Американская экономика является основным мировым импортером, а значит, ценовым ориентиром для глобальных рынков реальных и финансовых активов и ключевым потребителем продукции КНР, Индии, Бразилии и ЮАР, поэтому состояние различных товарных рынков США оказало непосредственное влияние на их торговый баланс в сторону дефицита. В странах БРИКС уменьшилась валютная выручка государственных и частных компаний, а через какое-то время сократились внутренние инвестиции и объемы производства.

2. На рынках реальных и финансовых активов стран БРИКС значительная доля принадлежит компаниям и институтам финансового центра. Кризис подтолкнул их к выводу активов в пользу материнских компаний, что привело к падению курсов акций, фондовых индексов, давлению на национальную валюту.

3. Международный финансовый рынок для заемщиков и эмитентов стран БРИК стал менее доступен по прежним ценам: в условиях кризиса спреда всегда растут.

Глобализированная мировая экономика мгновенно отреагировала на кризисные процессы в экономике США. Произошло сокращение экспорта стран БРИК в ЕС

и США. Уменьшился экспорт ЕС и Японии в США. Сократился экспорт инвестиционных товаров в Китай и Индию. Произошла потеря ликвидности ведущих финансовых институтов зоны ЕС, Великобритании, Швейцарии, Японии, БРИК в среднем на 10–30%. Дна кризиса мировая экономика достигла в середине 2008 г. В 2008 г. общемировой ВВП снизился на 6%, в развитых странах — на 8, а в формирующихся и развивающихся экономиках — на 4%. При этом падение семи ведущих развивающихся экономик (Е7) было в 2 раза меньше, чем стран «Большой семерки» [41, р. 2]. В группе БРИК наибольшее сокращение произошло в России (минус 7,8%) и Бразилии (минус 0,6%), Китай сохранил темп роста 9,2%, Индия — 6,8% [41, р. 3].

Все страны БРИК, как и другие страны «Большой двадцатки», незамедлительно приступили к проведению антикризисной политики. В ней прослеживается общее и особенное. К *общему* отнесем государственную поддержку финансового сектора и промышленности, стимулирование внутреннего спроса и недопущение укрепления национальных валют. *Особенное* заключается в том, что Россия сфокусировалась на сильных социальных программах, стерилизации лишних денег, недопущении роста инфляции; Китай — на государственных программах развития национальных высоких технологий; Индия — на сохранении налоговой и валютной политики; Бразилия — на сокращении налогов, государственных инвестиций в инфраструктуру.

Глобальный кризис стал проверкой на прочность финансово-экономической системы БРИКС. Она не только выстояла благодаря большим золотовалютным резервам, эффективности антикризисных программ, но и подтвердила обоснованность монетарной политики Китая и России в 2000-е годы по созданию значительных валютных резервов, «связыванию лишних денег», полученных от экспорта. Кризис, наконец, явился еще одним подтверждением органичного включения финансов БРИКС в систему глобальных финансов.

Вместе с тем посткризисный этап развития БРИКС сопряжен с ростом финансовых рисков. Темпы роста экономики Китая как локомотива мировой экономики неминуемо будут снижаться из-за роста инфляции, заработной платы, снижения темпов роста производительности труда. Высокий NPV (15–20%) все трудней будет обеспечивать высоким уровнем IRR инвестиционных проектов. Потенциал роста будет сдерживаться ростом ЗВР из-за низких темпов роста финансового центра и государственными расходами на модернизацию. Тенденция к снижению процентных ставок сменится их ростом, ибо длительная полоса низких ставок в финансовом центре подтолкнет к росту спроса на более рискованные активы формирующихся рынков. Национальные финансы БРИКС не гарантированы от вывода активов ТНК и паевых фондов, опасаящихся распространения возможных дефолтов Греции, Португалии, Ирландии, Италии, США на мировую банковскую систему.

Тем не менее в глобальных финансах существует альтернативная тенденция к росту интереса к формирующимся экономикам. Этот интерес продиктован стремлением к поиску на надежных рынках БРИКС большей доходности, особенно в секторе корпоративных долговых инструментов. Приток средств приведет к росту IRR, что увеличит стоимостные оценки и увеличит долю заемных средств и в конечном итоге финансовый леверидж.

В 2000-е годы бурный приток капитала в долговые инструменты БРИКС со стороны международных паевых фондов снизил качество экспертных и рейтинговых оценок инвестиций. Эмиссия корпоративных облигаций развивающихся рынков, достигнув

в I квартале 2011 г. рекордного с 2009 г. уровня 65 млрд долл. [42], может стать «товаром-заменителем» высокодоходных корпоративных облигаций США. Эти финансовые инструменты уже обладают схожей рыночной капитализацией, более низким левериджем, более высокой нормой прибыли. Новая волна инвестиций в капитал компаний БРИКС дестабилизирует кредитные рынки и дезориентирует ставки. Дестабилизирующее воздействие на поведение глобального инвестора оказывает также быстрорастущий рынок недвижимости Китая. Напомним, что именно этот сектор экономики сыграл печальную роль в финансовом кризисе Японии в 1990-е годы.

В финансовом секторе БРИКС не решены глубинные, коренные проблемы надежности и стабильности банковской системы. Их преодоление усилит финансовое положение и амбиции БРИКС в глобальной экономике и политике.

### Литература

1. Кузнецова Н. П. БРИК — прорыв в глобальную экономику XXI века: обзор международной конференции // Вестн. С.-Петерб. ун-та. Сер. 5: Экономика. 2008. Вып. 4. С. 175–180.
2. Писаренко Ж. В., Хвостова К. В. БРИК: шаг за шагом: обзор международной конференции // Вестн. С.-Петерб. ун-та. Сер. 5: Экономика. 2009. Вып. 4. С. 199–204.
3. Newsweek. 2011. Май 23–30.
4. The Economist. 2011. Май 14.
5. URL: <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.PCAP.CD/Countries> (дата обращения: 12.09.2011).
6. URL: <http://www.tradingeconomics.com/unitedstates/gdp> (дата обращения: 12.09.2011).
7. WTO Statistics database: URL: <http://stat.wto.org/StatisticalProgram/WSDBSStatProgramHome.aspx?Language=E> (дата обращения: 06.09.2011).
8. International Financial Statistics. Washington: IMF, 2002.
9. International Financial Statistics. Washington: IMF, 2006.
10. URL: [www.cbrf.ru](http://www.cbrf.ru) (дата обращения: 12.09.2011).
11. URL: [www.Standardandpoors.com/ratings/sovereigns/rating-list/en/eu](http://www.Standardandpoors.com/ratings/sovereigns/rating-list/en/eu) (дата обращения: 05.07.2011; 06.09.2011).
12. Ведомости. 2007. 29 дек.
13. URL: <http://www.youngscience.ru> (дата обращения: 12.09.2011).
14. Pharmatimes. 2011. July 2.
15. URL: [http://ru.wikipedia.org/wiki/offshore\\_software\\_R%26D](http://ru.wikipedia.org/wiki/offshore_software_R%26D) (дата обращения: 05.07.2011).
16. R&DMagazine. 2009. Dec. URL: [www.rdmag.com](http://www.rdmag.com) (дата обращения: 11.09.2011).
17. URL: [http://info.worldbank.org/etools/kam2/KAM\\_page5.asp](http://info.worldbank.org/etools/kam2/KAM_page5.asp) (дата обращения: 13.09.2011).
18. BIS Quarterly Report. 2006. June.
19. BIS Quarterly Review. 2011. June. URL: [www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_ga1106.pdf](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_ga1106.pdf) page=110 (дата обращения: 06.09.2011).
20. International Financing Review. 2006. Sept. 23.
21. International Financing Review. 2006. Sept. 9.
22. Ведомости. 2007. 29 дек.
23. International Financing Review. 2006. Sept. 16.
24. Financial Times. 2007. Jan. 20.
25. The Financial Express. 2007. Jan. 25.
26. The Economic Times. 2007. Jan. 26.
27. РБК. 2008. № 2.
28. Коммерсантъ. 2008. 17 янв.
29. РБК daily. 2008. 17 янв.
30. РБК. 2008. № 2.



31. The Banker. 2005. July.
32. The Banker. 2011. 30 June. URL: <http://www.thebanker.com/Top-1000-World-Banks-2011> (дата обращения: 12.09.2011).
33. Лукашевич В.В., Сутырин С.Ф. Современный кризис: новые измерения и вызовы // Вестн. С.-Петерб. ун-та. Сер. 5: Экономика. 2009. Вып. 3. С. 3–11.
34. Рязанов В.Т. Мировой финансовый кризис и экономика России: точка разворота? // Вестн. С.-Петерб. ун-та. Сер. 5: Экономика. 2009. Вып. 1. С. 3–21.
35. Иванов В.В. Российские особенности мирового финансового кризиса // Вестн. С.-Петерб. ун-та. Сер. 5: Экономика. 2009. Вып. 2. С. 3–11.
36. Сутырин С.Ф. Международные экономические организации в поисках ответа на вызовы времени // Вестн. С.-Петерб. ун-та. Сер. 5: Экономика. 2008. Вып. 1. С. 79–85.
37. URL: <http://www.finam.ru/analysis/forecasts006A/default.asp> (дата обращения: 12.09.2011).
38. URL: [oilenergy.com](http://oilenergy.com) /11 July, 2008/ (дата обращения: 04.07.2011).
39. URL: [www.lenta.ru/news/2008/04/08agflation](http://www.lenta.ru/news/2008/04/08agflation) (дата обращения: 03.07.2011).
40. Эксперт Казахстана. 2008. № 22.
41. IMF World Economic Outlook Update June 17, 2011. URL: [www.imf.org](http://www.imf.org) (дата обращения: 10.09.2011).
42. Global Financial Stability Report /Market Update/ June 2011/. URL: [www.IMF.org](http://www.IMF.org) (дата обращения: 09.09.2011).

Статья поступила в редакцию 31 октября 2011 г.