

© 2018

Михаил Шерстнев

кандидат экономических наук, доцент

(Институт теоретической экономики и международных экономических отношений Самарского государственного экономического университета)

(e-mail: sherstnev@sseu.ru)

О ПРИРОДЕ КРИЗИСНЫХ ПРОЦЕССОВ В РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКЕ

В статье представлен анализ кризисных явлений в российской экономике как нескольких взаимосвязанных экономических процессов, поставлена проблема потенциальных восстановительных механизмов и теоретико-методологических подходов к выработке антикризисного инструментария для страны с доминированием первичного сектора при выделении релевантных для Российской Федерации моделей системного финансового кризиса.

Ключевые слова: системный финансовый кризис, международное движение капитала, шок внешней торговли, антикризисная политика.

DOI: 10.31857/S020736760002276-2

Валютный кризис в России, разразившийся осенью-зимой 2014–2015 гг., оказал многообразное воздействие на отечественную экономику. Уже по итогам I квартала 2015 г. стали очевидными такие процессы в экономике страны как:

- резкий спад инвестиционной активности;
- падение продаж в автомобилестроении (примерно в 2 раза) и на рынке жилья;
- инфляционные процессы на рынке товаров и услуг;
- дефляционные процессы на рынке активов;
- рост безработицы (как обычно в российской практике в значительной мере в скрытой форме в виде неполного рабочего дня и не оплачиваемых отпусков);
- серьёзный спад в сфере внешнеэкономических связей (до 1/3 внешнеторгового оборота).

Последующие годы происходило дальнейшее развитие этих негативных тенденций, которые сопровождались значительным увеличением масштабов чистого оттока капитала из российской экономики. В течение 2015–2016 гг. в экономике РФ наблюдалась рецессия, а возобновившийся в 2017 г. экономический рост пока не приобрел устойчивого характера и характеризуется противоречивой и разнонаправленной динамикой макроэкономических показателей (прежде всего в соотношении динамики ВВП и реальных доходов населения) и отставанием от темпов роста в ведущих развитых странах и в мировой экономике в целом.

Сегодня остается актуальным вопрос о причинах и природе кризисных явлений в российской экономике в 2014–2016 гг. Правильное понимание

ситуации в этот период необходимо для правильного определения инструментов эффективной антикризисной политики в предстоящие годы во избежание подобного типа кризисных процессов в будущем. На момент подготовки статьи остается не ясной экономическая программа Правительства РФ в части реализации поставленной в Послании Президента В.Путина Федеральному собранию задачи обеспечения экономического прорыва и в особенности обеспечения темпов экономического роста в стране выше среднемировых.

Кризисные процессы в отечественной экономике вызревали постепенно все предшествующие годы. Это проявлялось в замедлении темпов экономического роста, которое начало происходить ещё в период высокой конъюнктуры на мировых товарно-сырьевых рынках в начале 2010-х годов. Так называемый бум в нулевые годы XXI века сменился кризисом, а затем стагнацией. Примечательно, что российская экономика так и не восстановила темпы экономической динамики после глобального экономического кризиса, хотя конъюнктура на мировых товарно-сырьевых рынках стала даже более благоприятной. Суть дела в том, что к началу 2010-х годов российская экономика постепенно исчерпала все факторы роста в рамках сложившейся в нашей стране в постсоветский период социально-экономической модели вплоть до начавшего сокращаться объёма трудовых ресурсов (без учета внешней трудовой миграции). Не произошло такого изменения технологических и институциональных условий, улучшений в макроэкономической среде в целом, как и на мировом уровне экономики, которое стимулировало бы рост эффективности производства и прежде всего повышение производительности труда.

Что касается бума 2000-х годов (который в публицистике иногда называют тучными годами), то нужно обратить внимание на следующие обстоятельства. Во-первых, экономический рост на начальном этапе носил компенсационный характер после глубокого трансформационного спада 90-х годов в условиях глубокой девальвации национальной валюты (до 75%) в августе-сентябре 1998 г., что многократно отмечалось экономистами и аналитиками. Во-вторых, в этот период сложилась исключительно благоприятная конъюнктура на мировых товарно-сырьевых рынках, которая привела к значительному улучшению условий внешней торговли для нашей страны (отметим, кстати, следующее обстоятельство: в экономике Российской Федерации периоды более высоких темпов экономического роста приходятся даже не на периоды высоких цен на углеводороды и металлы, а именно на периоды повышательной ценовой динамики на этих мировых товарных рынках¹).

Как рост цен на углеводороды и металлы, так и рост физических объемов экспорта сырьевых товаров позволили получить значительные доходы. В целом в 2000–2013 гг. в условиях сырьевого супербума общая сумма доходов от экспорта углеводородного сырья составила почти 2,7 трлн

¹ Но следует обратить внимание на тот факт, что рост экономики РФ происходил в 2000-е годы в условиях *растущих цен на нефть*, а высокие *стабильные цены на нефть* в 2012–2013 гг. уже не давали высоких темпов экономического роста.

долларов США. В результате произошел рост доходов бюджетной системы, предприятий и домашних хозяйств. Этот рост доходов в свою очередь привел к росту совокупных расходов и совокупного спроса в экономике, а оптимистичные ожидания относительно потребительского спроса в определенной степени стимулировали и рост инвестиционного спроса со стороны предприятий (прежде всего в отраслях первичного сектора). Сектор государственного управления получил возможность резко снизить внешний государственный долг и начать накапливать значительные внешние финансовые активы. Наконец, позитивные на том этапе тенденции в экономике РФ повысили интерес иностранных инвесторов к расширению инвестирования и кредитования в нашей стране и стимулировали приток частного капитала в разных формах (включая и российский капитал из иностранных юрисдикций). Так, 2006–2007 годы стали периодом, когда сальдо по международному движению капитала частного сектора Российской Федерации стало положительным – уникальное явление в экономической истории постсоветской России.

Эти экономические процессы, в свою очередь, стимулировали рост финансового сектора, прежде всего восстановление и рост оправившегося после потрясений конца 90-х банковского сектора. В условиях экономического бума и роста монетизации экономики банковская система получила значительный объем ликвидных средств и расширила перечень кредитных инструментов, нарастила объёмы кредитования для различных заемщиков внутри страны. Новым явлением для нашей страны в 2000-х годах стали получившие стремительное развитие различные формы кредитования населения (которые, однако, в значительной степени были ориентированы на финансирование личного потребления и непроизводственных инвестиций домашних хозяйств): ипотечное, автокредитование, на приобретение товаров длительного пользования, посредством кредитных карт на текущие нужды, что дополнительно способствовало росту потребительских расходов населения и величины потребительского спроса в экономике.

Кредитный бум также стимулировал рост цен на активы (доли в предприятиях, ценные бумаги, недвижимость, прежде всего в крупных городах). Но при этом расширение экономической активности сопровождалось увеличением уровней долговой нагрузки как у предприятий, так и у домашних хозяйств. Драматический рост показал внешний долг корпоративного и банковского секторов, при том, что и сектор государственного управления, и частный сектор наращивали внешние активы.

Важной особенностью экономики Российской Федерации является тот факт, что в целом наша страна в постсоветский период имеет значительное положительное сальдо счета текущих операций платежного баланса, которое тождественно разности национальных сбережений и национальных инвестиций. Это означает, что в целом российская экономика сберегает значительно больше, чем инвестирует во внутреннее развитие, выступая чистым кредитором и инвестором мировой экономики. В эти же годы значительно укрепился реальный курс рубля.

По различным оценкам, в структуре ВВП России продукция топливно-энергетического комплекса занимает 17–20% (т.е. по общей структуре экономики ироничные сравнения с нефтяными монархиями Арабского Востока некорректны, там эта доля достигает 50–70%). В то же время эти отрасли обеспечивают порядка 2/3 российского экспорта (вплоть до 2017 г.) и более 1/2 всех доходов бюджетной системы. Именно это является основой как нашего спроса на товары и услуги внешнего мира, так и основой существования всех внутренних отраслей и инфраструктуры, обеспечивающих движение этих товаров и услуг из внешнего мира к российскому потребителю, от гигантских торговых центров в крупных городах до сборочных производств мировых автогигантов, сконцентрированных преимущественно вокруг Москвы и Санкт-Петербурга. Эти же сырьевые доходы являются основным источником ресурсов для накопления внешних активов всеми институциональными секторами российской экономики. Именно ожидаемые будущие доходы от такого экспорта на данный момент (а не, например, текущие ожидания перспектив экспортного потенциала от коммерциализации проектов корпорации Роснано, новых центров иннограда Сколково или даже продукции предприятий российского ОПК) служат основным ориентиром для внешнего мира при оценке перспектив развития российской экономики и при принятии решений об ее кредитовании и инвестировании в российскую экономику.

Системный финансовый кризис в российской экономике 2014–2016 гг. затронул как финансовый, так и реальный сектора экономики. Непосредственным импульсом для кризиса послужило глобальное падение цен на нефть, которое существенно изменило как текущую картину отечественной экономики, так и ожидания относительно её будущего развития. Инвесторы, как российские, так и иностранные, стали наращивать отток частного капитала. Началось сжатие различных ценовых пузырей на рынках активов, включая и российскую валюту (собственно, падение курса российской валюты вместе с падением цен на нефть на практике означало и обесценение всех российских активов в почти прямо пропорциональной зависимости относительно мировой экономики).

Отметим при этом, что санкции США и ЕС являются дополнительным негативным фактором, но никак не коренной причиной изменения настроения инвесторов.

Любые аналогии для сложной социально-экономической реальности условны и неполны. Но одной из задач аналитиков является выявление и обобщение неких типовых кризисных явлений в современной мировой экономике, которые характеризуются во многом одинаковыми сущностными чертами и функциональными закономерностями.

Примечательно, что и кризисные потрясения в современном мировом хозяйстве, начиная с кризиса в Мексике в 1994 г. и кончая финансовыми катаклизмами в ходе глобального экономического кризиса 2008–2009 гг. и долгового кризиса в еврозоне в 2011–2012 гг., шли параллельно с глобальным трендом на повышение мобильности международных потоков капитала.

По нашему мнению, текущая ситуация в экономике России имеет много схожих черт с кризисными процессами в странах Юго-Восточной Азии в 1997–98 гг. (см табл. 1).

Таблица 1

Сравнительный анализ кризисных процессов в Юго-Восточной Азии и Российской Федерации

Юго-Восточная Азия, 1997–1999 гг.	Российская Федерация, 2014–2016 гг.
Стабильная макроэкономическая ситуация накануне кризиса (сбалансированность основных текущих макроэкономических потоков).	Стабильная макроэкономическая ситуация накануне кризиса (сбалансированность основных текущих макроэкономических потоков).
Значительный внешний долг частного сектора с высокой долей краткосрочной задолженности (накопленная величина запаса).	Значительный внешний долг частного сектора (накопленная величина запаса).
Значительная роль вторичного сектора в экономике и во внешнеэкономических отношениях.	Значительная роль первичного сектора в экономике и во внешнеэкономических отношениях.
Отсутствие значительных финансовых резервов у органов государственного управления и частного сектора.	Значительный объем финансовых резервов, накопленный различными институциональными секторами экономики в период высокой конъюнктуры сырьевых рынков.

Сущность нынешних кризисов сводится к потере рыночного доверия к конкретной экономике и ее будущим перспективам, что находит свое отражение в определенных взаимосвязанных экономических процессах как внутри национальной экономики, так и в ее отношениях с внешним миром. Во внутренней сфере происходит свертывание инвестиционной активности, сжатие ценовых пузырей на рынках активов, спад экономической активности с рецессиями различной продолжительности, рост проблем в сфере государственных и частных финансов, рост неустойчивости финансового сектора. Во внешней сфере происходит сначала остановка притока, а затем и крупномасштабный отток частного капитала при свободном режиме его международного движения, что усиливает волатильность всех других макроэкономических параметров.

Экономическая цена кризисных потрясений такого типа, как показывает реальный опыт азиатских стран, достаточно высока (более 10% падения ВВП, не считая затрат на рекапитализацию банковского сектора и различные формы поддержки предприятий и населения). Через международные финансовые и торговые связи, а также взаимозависимость ожиданий международных инвесторов данный тип кризиса имеет значительные международные эффекты (в случае Российской Федерации негативные эффекты в первую очередь приходятся на страны СНГ и частично Восточной Европы).

В экономической теории для моделирования такого типа кризисов разработаны так называемые модели валютного кризиса третьего поколения². Они на основе опыта стран Юго-Восточной Азии являются попыткой интегрировать различные внутриэкономические и внешнеэкономические аспекты кризисных процессов в различных институциональных секторах экономики и выстроить логически увязанную цепочку взаимосвязей наблюдаемых явлений. В этих моделях исследуются взаимосвязи валютной нестабильности и устойчивости банковского сектора и валютной нестабильности и внешней задолженности частного сектора.

В случае с Российской Федерацией такая цепочка может быть выстроена следующим образом:

Бум на мировых рынках сырья:

Рост мировых цен на сырье — рост доходов всех институциональных секторов экономики с различными временными лагами — рост расходов и совокупного спроса всех институциональных секторов экономики с различными временными лагами — рост цен различных активов — расширение ликвидности финансовой системы и масштабов финансового посредничества — расширение инвестиционной активности — расширение притока иностранного капитала — укрепление реального эффективного курса рубля.

Спад на мировых рынках сырья:

Падение мировых цен на сырье — падение доходов всех институциональных секторов экономики с различными временными лагами — падение расходов и совокупного спроса всех институциональных секторов экономики с различными временными лагами — падение цен различных активов — сжатие ликвидности финансовой системы и масштабов финансового посредничества — сжатие инвестиционной активности — увеличение масштабов оттока капитала — падение реального эффективного курса рубля через валютный кризис.

При этом следует обратить внимание, что такие процессы как рост (падение) цен различных видов активов — расширение (сжатие) ликвидности финансовой системы и масштабов финансового посредничества — увеличение масштабов притока (оттока) капитала могут формировать спиралевидное развитие с взаимным усилением этих процессов, что имеет важное значение для понимания расширения и сжатия ценовых пузырей в рыночной экономике открытого типа.

По нашему мнению, данный подход более адекватно отражает содержательную сторону экономических процессов при таком типе кризиса, чем просто формальный анализ шоков и скорости возвращения к потенциальной равновесной динамике в моделях типа DSGE.

² См., например, Tirole J. (2002) *Financial Crises, Liquidity and the International Monetary System*, Princeton University Press; Saxena, S. C. (2004), *The Changing Nature of Currency Crises*. *Journal of Economic Surveys*, 18: doi:10.1111/j.0950-0804.2004.00224.x и последний детальный обзор Lorenzoni G. (2015), *International Financial Crises in Gopinath, G., Rogoff, K. (Eds.), Handbook of International Economics*, Elsevier, pp. 689–740.

Следующими важными вопросами являются:

- приведёт ли системный финансовый кризис к трансформации сложившейся в России социально-экономической модели и каковы возможные экономические механизмы посткризисного восстановления?
- каковы могут быть соответствующие инструменты антикризисной экономической политики при таком типе кризиса для страны с сырьевой экономикой?

С началом повышения цен на нефть рецессия в экономике РФ закончилась и она демонстрирует небольшую положительную динамику. Однако цифры в 1–2% годового прироста ВВП меньше как средних темпов роста мировой экономики в последние годы, так и темпов роста развивающихся стран с сопоставимым уровнем развития и даже ведущих промышленно развитых стран.

Цена на нефть является мало предсказуемым и очень волатильным параметром, поэтому при практически монокультурной структуре экспорта (в котором вплоть до 2017 г. почти 3/4 стоимостной структуры экспорта товаров приходилось на углеводороды и металлы) вся российская экономика неизбежно оказывается в зоне большой неопределенности — от формальных потоков бюджетной системы до неформальных потоков различных рент. При таких условиях размах колебаний параметров экономической системы может оказаться несовместимым с устойчивостью системы в среднесрочном и тем более долгосрочном плане, и это будет иметь следствием необходимость институциональных и структурных изменений. Но каковы эти изменения в перспективе?

В последние годы на официальном уровне и в значительной части экспертного сообщества речь преимущественно шла об импортозамещении в рамках сложившейся системы как способе повышения автономии национальной экономики от внешних шоков. Но импортозамещение основные результаты может дать только в средне- и долгосрочной перспективе и при этом требует крупных текущих инвестиций, а для этого инвесторы должны видеть перспективу будущего спроса и будущих доходов, с одной стороны, и иметь источники их финансирования по разумным ставкам, с другой стороны³. Причем перспективная отдача от инвестиций в России с учётом возможного риска должна быть не ниже, чем в других частях мировой экономики (и указанный рациональный выбор совершается не только иностранными, но и отечествен-

³ В данной работе оставлен в стороне очень дискуссионный и требующий отдельного обсуждения вопрос о границах импортозамещения в условиях глобализации мировой экономики. В случае Российской Федерации дополнительным срезом дискуссии становятся вопросы обеспечения национальной безопасности в условиях возможности применения отдельными развитыми странами и интеграционными группировками финансовых и технологических санкций вне СБ ООН и ВТО. Но уже в самом начале событий высокопоставленные представители крупнейших российских нефтяных компаний начали жаловаться на то, что предлагаемая политика импортозамещения неэффективна и может парализовать инвестиционный процесс — ведь они хотя бы работают на самом современном оборудовании, которое сейчас и в обозримой перспективе можно лишь закупить за рубежом. И в общем концептуальном плане принцип сравнительных преимуществ как основы международной специализации ведь никто до настоящего времени не опроверг.

ными инвесторами при режиме свободного международного движения капитала). Но сегодня неясно, каковы могут быть признанные мировым и российским бизнесом перспективные сферы долгосрочных вложений частного капитала в России помимо отраслей первого передела, некоторых отраслей пищевой промышленности и сферы услуг. И не выйдет ли страна из настоящего кризиса с ещё более примитивной структурой экономики и ещё более примитивными экономическими и политическими институтами?

Макроэкономическая политика правительства РФ изначально была ориентирована на стабилизацию национальной экономики в условиях внешних шоков, но не содержала потенциала преодоления кризисных процессов на пути перехода к устойчивому экономическому развитию и росту. В значительной мере по кальке антикризисных мер 2008–2009 гг. (но тогда был глобальный циклический экономический кризис во всей мировой экономике!) была предложена программа, ориентированная на поддержку банковского сектора и крупных компаний в рамках сложившейся экономической структуры за счёт ранее накопленных государственных финансовых резервов (которые, однако, отнюдь не являются бесконечными). При этом в бюджетных параметрах на 2016–2017 гг. (с учетом ситуации в региональных и муниципальных финансах) макроэкономическая политика вообще приобретала прокризисный характер, т.к. сокращение бюджетных расходов является дополнительным источником сокращения совокупного спроса в экономике.

Центральный банк, который в рамках давно заявленного его руководством перехода к политике таргетирования инфляции, оторвал кредитно-денежную политику от поддержки валютного курса и совершил в самый острый момент валютного кризиса переход к плавающему валютному курсу рубля, создал одновременно условия для высокой инфляции, волатильности рубля (порядка 30% в квартал в первой половине 2015 г.) и высоких процентных ставок⁴. *Это именно тот набор условий, который гарантировал отсутствие любых частных инвестиций в проекты, не связанные с быстрым оборотом капитала и различными спекуляциями, равно как и отсутствие уверенности частных потребителей в завтрашнем дне...*

В краткосрочной перспективе волатильность курса рубля стала серьезной проблемой для уже тесно связанной с мировой экономикой российской экономики, т.к. в таких условиях субъекты хозяйственной деятельности не в состоянии формировать не только перспективные средне- и долгосрочные инвестиционные планы, но даже принимать краткосрочные хозяйственные решения во внешнеэкономических опе-

⁴ Пресс-релиз Банка России от 17 декабря 2014 года «О мерах Банка России по поддержанию устойчивости российского финансового сектора». В принципе повышение процентной ставки является стандартным инструментом стабилизации валютного курса в условиях его избыточной волатильности, но – в очень краткосрочном плане. Двухлетний период высоких процентных ставок вряд ли попадает в эту категорию, и в такой ситуации появляются дополнительные негативные эффекты, которые в сумме могут превзойти позитив от краткосрочного повышения процентных ставок.

рациях с быстрым оборотом капитала (ведь курсы 50 или 70 рублей за доллар могут принципиально менять экономическую эффективность многих даже текущих хозяйственных операций, хотя подчеркнем еще раз, что такие качели курса рубля становятся клондайком для финансовых спекулянтов).

Какое решение данной проблемы предложили российские финансовые власти? В Обзоре финансовой стабильности ЦБ РФ в начале кризиса говорилось следующее: «Ключевую роль в обеспечении финансовой стабильности играют не только антикризисные меры поддержки со стороны государства, но и способность самих участников рынка — банков, некредитных финансовых организаций и нефинансовых компаний — извлекать уроки из негативного опыта, совершенствовать практику управления рисками, в том числе хеджирования, формировать буферы капитала и ликвидности. Нефинансовым организациям можно рекомендовать тщательнее оценивать валютные риски при осуществлении заимствований — валютная составляющая долга должна соответствовать определенной величине валютной выручки, в том числе с учетом ее возможного сокращения в период ослабления рубля. Предприятиям следует с осторожностью использовать валютные производные финансовые инструменты, заранее оценивать потенциальные убытки в случае стресса и соизмерять их с ожидаемой выгодой. Банкам также целесообразно в полной мере учитывать взаимосвязь валютного риска заемщиков и кредитного риска»⁵. Т.е., по мнению регулятора, нужно хеджировать риски, но нужно это делать осторожно, помня о рисках самого хеджирования. Конечно, практикам лучше судить о конструктивности подобных рекомендаций, но вызывает сомнение способность национальной финансовой системы на данном этапе ее развития предложить необходимый набор инструментов хеджирования в условиях плавающего валютного курса в формирующейся рыночной экономике (вспомним, как непросто протекал такой процесс в развитых экономиках при переходе от Бреттон-Вудской к Ямайской валютной системе или чем закончилось применение валютных форвардных контрактов в России в августе 1998 г.)⁶. А глобальный мировой кризис 2008–2009 гг. показал, что использование производных финансовых инструментов не является панацеей, а само по себе служит источником очень серьезных проблем.

Видимо, *общий вывод состоит* в том, что в подобной экономической ситуации властям целесообразно прежде всего направить усилия на *ограничение спекулятивных мотивов в действиях хозяйственных агентов* хотя бы в рамках действующего валютного законодательства. Во-первых, при необходимости можно вводить обязательную продажу экспортной валютной выручки для выравнивания потоков валюты на рынке. Во-вторых,

⁵ Банк России. Обзор финансовой стабильности. IV квартал 2014 г. – I квартал 2015 г. / М., 2015.

⁶ Российская судебная практика 1998–1999 гг. вообще квалифицировала такие контракты как азартные игры, а иностранным держателям объяснили, что раз ввязались в русскую рулетку, то проиграв, не жалуйтесь!

власти могут менять нормативы открытой валютной позиции коммерческих банков и более осмотрительно подходить к лицензированию валютных операций у коммерческих банков. В-третьих, необходимо еще раз вернуться к спокойному обсуждению возможностей применения мер контроля над международным движением капитала — хотя бы над «горячими деньгами» — с учетом современного уровня академических и политических дискуссий по этому вопросу в мире⁷.

Что же касается стабильности национальной валюты и равновесия инфляционных и девальвационных ожиданий в средне- и долгосрочном плане, то они могут быть обеспечены только стабильной и растущей экономикой (и для этого недостаточна просто ценовая стабильность при стагнации или даже вялом росте восстановительного характера), но в краткосрочном плане нужно по крайней мере пытаться смягчать течение системного финансового кризиса и не допускать таких катастрофических скачков обменного курса национальной валюты как осенью-зимой 2014–2015 гг.

В среднесрочной же перспективе основной задачей федеральных органов власти должно стать стимулирование структурной перестройки экономики на основе инвестиций в собственную экономику и динамичного инновационного экономического роста — и здесь не обойтись одними разговорами — их мы слышим уже более четверти века.

Литература

1. Банк России. / Пресс-релиз Банка России от 17 декабря 2014 года «О мерах Банка России по поддержанию устойчивости российского финансового сектора».
2. Банк России. / Обзор финансовой стабильности. IV квартал 2014 г. — I квартал 2015 г. // М., 2015.
3. Распоряжение Правительства РФ от 27 января 2015 года № 98р.
4. *Амиров Д.В., Шерстнев М.А.* Финансовые потрясения 90-х годов: новые вызовы эпохи глобализации / Современные проблемы мировой экономики: Механизм движения. Сб. науч. тр. // Самара: ОАО «СМББ». 2001.
5. International Monetary Fund, 2012, “The Liberalization and Management of Capital Flows. An Institutional View,” (Washington, DC: International Monetary Fund), <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/111412.pdf>
6. International Monetary Fund, 2016, Capital Flows—Review of Experience with the Institutional View (Washington, DC: International Monetary Fund), <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2016/110416a.pdf>
7. *Lorenzoni G., Lorenzoni G.* International Financial Crises in Gopinath / G., Rogoff, K. (Eds.) // 2015. Handbook of International Economics, Elsevier, pp. 689–740.
8. *Saxena, S. C., Saxena, S.C.* The Changing Nature of Currency Crises //2004. Journal of Economic Surveys.18: 321–350. doi:10.1111/j.0950-0804.2004.00224.x
9. *Tirole J.* Financial Crises, Liquidity and the International Monetary System. — Princeton: Princeton University Press, 2002.

⁷ International Monetary Fund, 2012, “The Liberalization and Management of Capital Flows—An Institutional View,” (Washington, DC: International Monetary Fund), <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/111412.pdf>; International Monetary Fund, 2016, Capital Flows—Review of Experience with the Institutional View (Washington, DC: International Monetary Fund), <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2016/110416a.pdf>.