

Рогач О.І.*

СУЧАСНА СВІТОВА ФІНАНСОВА КРИЗА: ПРИЧИНИ ТА ШЛЯХИ ПОДОЛАННЯ

В статті розглядаються основні етапи розгортання сучасної світової фінансової кризи, а також надзвичайні заходи державного втручання, спрямовані на стабілізацію фінансових ринків. Досліджені прямі і побічні інструменти державного регулювання, а також колективні дії країн щодо реформування світової фінансової системи.

This article considers the unfolding of the world financial crisis and the unprecedented measures taken by governments to stabilize financial markets. The article also examines the basic crisis resolution instruments for selected countries and international efforts to coordinate the measures among countries and to start reform of the global financial system.

Сучасна світова фінансова криза справила надзвичайно великий вплив на розвиток світової економіки. Вона викликала ланцюгову реакцію кризових імпульсів, що передались і в реальний сектор економіки. Цунамі світових фінансів викликало потребу переосмислення багатьох постулатів економічної політики провідних країн світу та, відповідно, пошуки нових теоретичних рецептів та практичних шляхів виходу із кризового стану та запобігання у майбутньому подібних шоків світових фінансових ринків і банківських інституцій [1].

Детонатором світової фінансової кризи 2008 року стала іпотечна криза в США, яка вразила цю країну два роки до того. Криза іпотечних кредитів з високим ризиком (subprime mortgages), тобто іпотечного кредитування осіб з низькими доходами й поганою кредитною історією призвела до паралічу ринку нерухомості і обвалу цін. Внаслідок 20%-го падіння цін на нерухомість американські власники житла втратили майже 5 трлн. дол. [2]. На межу банкрутства були поставлені іпотечні гіганти Fannie Mae і Freddie Mac, які володіють або виступають гарантами майже половини усіх іпотечних кредитів у США на суму понад 5 трильйонів доларів [3].

Багато економістів, зокрема американський фінансист Джордж Сорос, вважають іпотечну кризу лише «спусковим механізмом» глобальної фінансової кризи [4].

Вслід за крахом іпотечного ринку хвиля кризи охопила страхові компанії а потім і фінансові, банківські інституції. Якщо в 2007 році в США збанкрутували 3 банки, то на початок 2009 року регуляторами були закриті вже 36 банків. Особливо сильний удар кризи відчували інвестиційні банки США, які були світовими лідерами цієї сфери бізнесу у попередні роки. Першою жертвою кризи стало падіння в березні 2008 року п'ятого інвестиційного банку США Bear Stearns, який мав найменш диверсифікований бізнес і був надзвичайно сильно задіяний в операції на ринках боргового капіталу.

* доктор економічних наук, професор, завідувач кафедри міжнародних фінансів Інституту міжнародних відносин Київського національного університету імені Тараса Шевченка

Вересень 2008 року увійшов в історію галузі інвестиційного банківського бізнесу як місяць, коли на Уолл Стріт зникли із біржових бюлетенів два провідних світових фінансових інститути - інвестбанк Lehman Brothers та брокерський дім Merrill Lynch. Один із найвідоміших в світі інвестиційних банків 158-річний Lehman Brothers 16 вересня 2008 року офіційно проголосив про своє банкрутство. Цей банк був четвертим за величиною американським банком і мав в різних країнах світу 126 філіалів. Активи Lehman Brothers склали 680 млрд. дол., він мав більш ніж 100000 кредиторів у всьому світі [5]. Таким чином, п'ять провідних світових інвестиційних банків припинили своє існування в колишній якості: Bear Stearns був перепроданий, Lehman Brothers збанкрутував, Merrill Lynch перепроданий, Goldman Sachs і Morgan Stanley перестали бути виключно інвестиційними банками у зв'язку з особливими ризиками й необхідністю одержати додаткову підтримку Федеральної резервної системи США (ФРС).

Банкрутство Lehman Brothers та Merrill Lynch спричинило надзвичайне підвищення рівня систематичного ризику, тобто ризику всієї фінансової системи, що призвело до швидкої ланцюгової реакції і втрати вартості всіх фінансових інституцій та довіри до них, значних мультиплікативних негативних ефектів на всі сфери глобальної економіки [5].

Після банківського сектору в другій половині 2008 року ризики почали поширюватися і на страховий сектор та бізнес хеджфондів. Оскільки протягом 2007 і першої половини 2008 року іпотечні цінні папери та муніципальні облигації драматично погіршили свої рейтинги, страховим компаніям доводилося витрачати все більше зусиль на їх підтримку. Це, в свою чергу, викликало проблеми їх ліквідності і призвело вже до погіршення рейтингів самих страхувальників, значно обмеживши їх можливості залучати нові ресурси для операцій.

Дестабілізація фінансових ринків і гостра криза ліквідності банківського сектору призвели до зростання недовіри мільйонів клієнтів до банківських інститутів. У другому кварталі 2008 року, за даними дослідження швейцарського Банку міжнародних розрахунків, клієнти банків в різних країнах світу зняли із своїх рахунків більше 1 трильйона доларів. Вкладники були занепокоєні можливістю втрати своїх заощаджень в умовах глобальної фінансової кризи. Це, в свою чергу, ще більше посилювало проблеми ліквідності банків і призвело до різкого обмеження кредитування реального сектору економіки. Погіршення умов фінансування реальної економіки стало одним із факторів зменшення економічної динаміки і входження США та європейських країн до фази економічної рецесії.

Світова фінансова криза викликала з боку багатьох урядів набачені за обсягом асигнувань заходи порятунку національних банківських систем і стабілізації фінансових ринків, а також інші надзвичайні заходи державного втручання в фінансові системи [6]. З метою запобігти колапсу світової фінансової системи уряди багатьох країн використовували прямі і побічні методи втручання, в тому числі значне зниження відсоткових ставок, масивні вливання ліквідності, надання державних гарантій на банківські позики та зобов'язання, викуп проблемних активів (див. табл. 1).

Фінансова криза розвіяла ілюзію, що діючи у власних інтересах, конкурентоздатна фінансова установа подбає про інтереси і безпеку своїх клієнтів краще, ніж будь який державний регулятор. Вперше після багатьох десятиріч лібералізації і усунення бар'єрів на шляху руху капіталів та фінансових потоків, посилювався державний контроль над фінансовими ринками і інституціями.

Уряди США, країн Європейського союзу, Росії, Австралії та багатьох інших країн прийняли рішення про державну підтримку окремих фінансових установ, які відчували кризові проблеми. Австралія, Канада, Норвегія, Німеччина, Іспанія, Швейцарія, Великобританія погодилися викупити або гарантувати токсичні активи банків [7, 25].

Таблиця № 1. Використання урядами інструментів подолання кризи

	Збільшені гарантії приватних депозитів	Гарантії для банківських позик та боргів	Фонди для купівлі цінних паперів	Купівля іпотечних облігацій	Заборона або обмеження коротко-строкових продаж	Вливання капіталу	Опціони на купівлю токсичних активів	Впроваджені злиття і поглинання	Надзвичайне фінансування МВФ
Австралія	x	x		x	x		x		
Австрія	x	x			x	x			
Бельгія	100	x			x	x			
Канада		x		x	x		x		
Китай						x		x	
Данія	X	x		x	x				
Фінляндія	50	x			x				
Франція	70	x			x	x			
Німеччина	x	x			x	x	x		
Греція	100	x			x	x			
Угорщина	50	x				x			\$15,7 млрд.
Ісландія	x					x			\$2,1 млрд.
Ірландія	100	x				x			
Італія	100	x			x	x			
Японія		x			x				
Корея	x	x				x			
Нідерланди	100	x			x	x			
Нова Зеландія	x	x							
Норвегія	x	x					x		
Португалія	100	x				x			
Росія	x	x			x	x			
Іспанія	100	x		x	x		x		
Швеція	50	x		x		x			
Швейцарія	x		x			x	x		
Великобританія	£50,000	x		x	x	x		x	
США	£250,000	x	x	x	x	x	x	x	

Джерело: ILS, Bloomberg, Bank for International Settlements, OECD.

Тільки за січень-вересень 2008 року розмір державної фінансової допомоги для подолання наслідків кризи склав майже 4 трлн. дол., а із урахуванням дій центробанків сума стабілізаційних програм оцінюється в 7,8 трлн. дол.

Найбільш масштабних заходів було вжито у США. Вперше після Великої депресії уряд США застосував в безпрецедентно великих розмірах заходи прямого державного втручання в фінансову систему. Міністерство Фінансів США запропонувало три ключових механізми порятунку: вливання державного капіталу в найбільші фінансові інститути, встановлення державно-приватного партнерства для викупу проблемних активів банків, започаткування кредитних механізмів з боку Федеральної резервної системи з обсягом до 1 трлн. дол. для забезпечення кредитування споживачів та бізнесу.

18 вересня 2008 року Міністр фінансів США Генрі Полсон повідомив про роботу над планом, спрямованим на «вирішення питань, пов'язаних з системними ризиками на ринках капіталу США й проблемними активами». План передбачав створення державної кор-

порації, що викупить проблемні активи у банків. Полсон запропонував виділити корпорації 700 млрд. дол. [8; 9]. 3 жовтня 2008 року план Полсона був схвалений Конгресом США. 25 листопада 2008 року було оголошено про намір ФРС направити додаткові 800 млрд. дол. США у банківську систему США, що, як заявив Генрі Полсон, спрямовано на стимулювання роздрібного кредитування споживачів. Оголошена програма передбачає викуп ФРС на 600 млрд. дол. США кредитів, виданих і гарантованих іпотечними агентствами Fannie Mae, Freddie Mac, Ginnie Mae і федеральними банками житлового кредиту.

На додаток до заходів фінансової підтримки банківського сектору майже всі промислово розвинуті країни і значна частина країн, що розвиваються, почали активно використовувати монетарні заходи протидії подальшому погіршенню економічного становища, і, перш за все, міжнародно скоординоване зниження процентних ставок [10]. Зміна акцентів монетарної політики від таргетування інфляції до стимулювання економічної активності обумовлювалась також значним зниженням темпів інфляції в більшості провідних розвинутих країн.

8 жовтня 2008 року всі провідні центральні банки світу, окрім ЦБ Японії й Росії, прийняли безпрецедентне рішення про одночасне зниження процентних ставок. Ключова ставка Федеральної резервної системи США була знижена з 2 % до 1,5 %; так само на 0,5 процентного пункту були знижені ставки Банку Канади, Банку Англії, Банку Швеції, Національного банку Швейцарії і Європейського центробанку (ЄЦБ). Таке рішення було розцінено експертами як визнання глобального характеру кризи. Наступного дня аналогічно зробили фінансові регулятори Південної Кореї, Тайваню й Гонконгу. США були вимушені згодом ще знижувати процентну ставку до історично найнижчого рівня 0-0.25% (Див. табл. 2).

Таблиця 2. Монетарна політика – зміни у відсоткових ставках

Австралія	Зменшено на 3,25 %, Лютий 2009	Малайзія	Зменшено на 0,75% до 2,5%, Січень 2009
Австрія	Зменшено (ЄЦБ)	Мексика	Зменшено на 1% до 6,75%, Січень 2009
Бельгія	Зменшено (ЄЦБ)	Нідерланди	Зменшено (ЄЦБ)
Канада	Зменшено на 1% до 12,75%, Січень 2009	Нова Зеландія	Зменшено на 1,5%, Грудень 2008
Китай	Зменшено ставку відсотка на позики на рік на 1,89% до 5,58%, Грудень 2008; зменшено на 0,27% до 5,31%, Грудень 2008	Корея	Зменшено на 1% до 3%, Грудень 2008; зменшено на 1% до 2%, Лютий 2009
Данія	Зменшено на 0,75% до 4,25%, Грудень 2008	Португалія	Зменшено (ЄЦБ)
Фінляндія	Зменшено (ЄЦБ)	Іспанія	Зменшено (ЄЦБ)
Франція	Зменшено (ЄЦБ)	Швеція	Зменшено на 1,75%, Грудень 2008
Німеччина	Зменшено (ЄЦБ)	Швейцарія	Зменшено до 0,5%, Грудень 2008
Греція	Зменшено (ЄЦБ)	Великобританія	Зменшено на 1% до 2%, Грудень 2008; зменшено на 0,5% до 1,5%, Січень 2009; зменшено на 0,5% до 1%, Лютий 2009
Індія	Зменшено ставку репо на 1,5% до 7,5%, Жовтень 2008; зменшено на 1% до 6,5%, Грудень 2008; зменшено на 1% до 5,5%, Січень 2009	США	Зменшено на 3,25% з Січня по Жовтень 2008; зменшено на 0,25% до 0%, Грудень 2008
Італія	Зменшено (ЄЦБ)	Японія	Зменшено на 0,2% до 0,3%, Жовтень 2008; зменшено на 0,2% до 0,1%, Грудень 2008

Джерело: ILS, національні джерела.

Оскільки навіть заходи зменшення процентних ставок до історично низького рівня не змогли зупинити подальше розгортання світової рецесії, уряди багатьох країн почали розробляти фінансові пакети заходів порятунку, зокрема зниження податків, різноманітні механізми стимулювання витрат. Як свідчать дані рисунку 1, Іспанія, США, Китай, Мексика, Угорщина проголосили найбільші (по відношенню до рівня ВВП) фінансові пакети стимулювання національної економіки. Окремі країни обмежили дію таких програм двома роками (2009- 2010 рр.) - Німеччина, Великобританія, Китай, але в деяких державах часові горизонти закінчення дії фінансових заходів не були визначені.

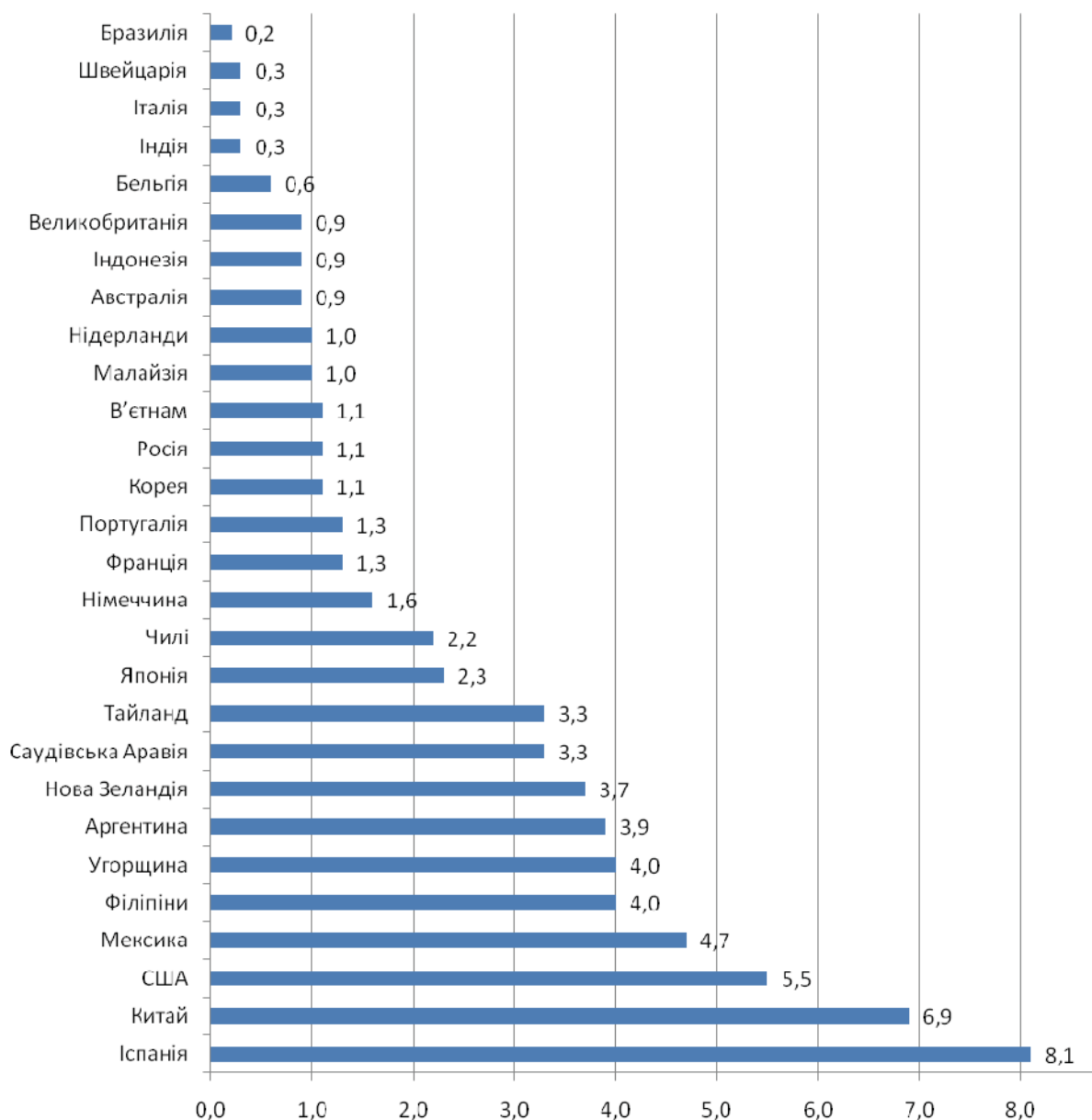


Рисунок 1. Фінансові пакети як відсоток до ВВП (станом на лютий 2009)*

* ВВП станом на 2008 рік, МВФ, World Economic Outlook.
Джерело: ILS, національні джерела.

Подальше загострення світової фінансової кризи та початок глобальної економічної рецесії засвідчили, що тільки колективні дії урядів провідних країн можуть врятувати ситуацію [11]. Глобалізація економічного середовища поставила, таким чином, на порядок денний питання про відповідну «глобальну» координацію дій країн в фінансово-економічній сфері, про надзвичайно відповідальну роль світових фінансових організацій (МВФ,

МБРР та інші) по регулюванню валютно-фінансових проблем та забезпеченню прогнозованої (керованої) еволюції сучасної валютно-фінансової системи [12].

10 жовтня міністри фінансів і глави центральних банків країн Великої сімки, що зібрались у Вашингтоні, затвердили антикризовий план і заявили, що вони почнуть «невідкладні й виняткові дії». Прийнятий «сімкою» план з 5 пунктів передбачав «використовувати будь-які наявні кошти, щоб підтримувати системно важливі фінансові інститути, не допускаючи їхнього краху» і інші заходи, що вже здійснювалися на той час урядами країн-учасниць. 12 жовтня 2008 року лідери 15 країн Євросоюзу на зустрічі, що пройшла в Парижі, домовилися ввести систему державних гарантій для кредитів, а також забезпечити підтримку фінансовим інститутам, які зіштовхнулися із проблемами; уряди одержали право підтримувати банки, купуючи їхні привілейовані акції; також було погоджено, що системні банки із найбільшими проблемами ліквідності будуть рекапіталізовані за рахунок бюджетних коштів.

Міжнародний валютний фонд також підключився до порятунку деяких країн, що найбільше постраждали від дестабілізації глобальної фінансової системи. Найбільший в 2008 році кредит МВФ вирішив надати Україні. Кредитна лінія на 16,5 млрд. дол. була відкрита 5 листопада 2008 року строком на 2 роки. Трохи менший кредит одержала Угорщина - 10,5 млрд. СПЗ (виданий 6 листопада 2008 року, строк оплати 5 квітня 2010 року). Значну допомогу МВФ також надав Ісландії (1,4 млрд. СПЗ), Сербії (351 млн. СПЗ), Латвії (1,5 млрд. СПЗ), Вірменії (368 млн. СПЗ). Також були схвалені надання рекордних кредитів Мексиці та Румунії.

Події сучасної фінансової кризи виявили гострі суперечності існуючої системи міжнародних фінансів та недостатню ефективність існуючих інституцій регулювання світової економіки, зокрема Міжнародного валютного фонду. Світова фінансова криза поставила на порядок денний питання про реформування сучасної валютно-фінансової системи.

14-16 листопада 2008 року в Вашингтоні відбувся антикризовий саміт країн «групи 20», на які припадає біля 85 процентів світового ВВП. На саміті G-20 був прийнятий розгорнутий план реформ світової фінансової системи. Заходи цього плану дій направлені на зменшення негативних наслідків світової фінансової кризи і запобігання її повторення у майбутньому. За підсумками робочого засідання учасники саміту прийняли Вашингтонську декларацію, в якій було зазначено, що учасники зустрічі досягли згоди щодо першопричин світової кризи і підтвердили свою відданість принципам вільного ринку. Вони переглянули заходи, що використовувались до саміту для боротьби з кризою і взяли зобов'язання утримуватись від застосування протекціоністських заходів протягом наступних 12 місяців [13].

В декларації Вашингтонського саміту G-20 вперше були зафіксовані п'ять основних принципів реформування світової фінансової архітектури. Одним із центральних принципів плану є значне посилення транспарентності фінансових ринків. Передбачається підвищення рівня розкриття інформації із боку основних суб'єктів ринку про нові фінансові продукти, складні механізми фінансових операцій, впровадження нових стандартів роботи компаній і банків по управлінню ризиками, більш детальне і повне відображення у звітності фінансових організацій існуючих ризиків та наявних збитків. При цьому проголошений курс на посилення моніторингу з боку національних органів за якістю фінансових звітів банківських та інших фінансових організацій, а саме повнотою, достовірністю та своєчасністю відображення діяльності фінансових установ, включаючи і їх позабалансові операції.

Наступним кроком до реформування сучасної валютно-фінансової системи став Саміт G 20, якій відбувся 2 квітня 2009 року в Лондоні. У попередньо узгодженому по-

рядку денного Саміту були зазначені три блоки питань: 1) затвердження скоординованої макроекономічної політики, спрямованої на поживлення світової економіки, стимулювання зростання та зайнятості; перегляд антикризових заходів, що застосовувались раніше; 2) реформа фінансового сектору; 3) реформа міжнародних фінансових організацій – Міжнародного валютного фонду (МВФ) та Світового банку [14; 15].

Хоча рішення Саміту не привели до створення нової світової валюти та формування нових засад функціонування світових фінансів, вони засвідчили початок реформування окремих елементів фінансової архітектури та прагнення багатьох країн значно посилити ступінь регулювання та транспарентності міжнародних валютно-фінансових відносин. Найбільш суттєві рішення зустрічі стосувалися функціонування МВФ. Група 20 вирішила втричі збільшити ресурси МВФ – із докризового рівня 250 млрд. дол. до 750 млрд. дол. Також передбачена нова емісія квазі грошей МВФ – спеціальних прав запозичення (SDR) на 250 млрд. дол. Це дозволить додатково надати допомогу в розмірі 19 млрд. дол. найменш розвинутим країнам світу [16].

В комюніке Саміту підкреслюється необхідність підвищити рівень співробітництва між країнами з питань нагляду за світовою фінансовою системою. З цією метою було вирішено перетворити Форум фінансової стабільності в Раду фінансової стабільності і розширити її мандат. Ця рада буде визначати слабкі місця світової фінансової системи, сприяти координації і обміну інформацією між органами влади, що відповідають за фінансову стабільність [17].

Черговий саміт G-20 пройшов у Пітсбурзі 24-25 вересня 2009 року. Серед головних питань зустрічі було продовження реформування Міжнародного валютного фонду. Президент Франції Ніколя Саркозі також запропонував переглянути деякі заходи боротьби з кризою, затверджені раніше [18]. Головним підсумком саміту стало проголошення G-20 основним міжнародним форумом з економічного співробітництва. В цій якості G-20 змінить набагато меншу за складом G-8. Велика вісімка продовжить свої зустрічі, проте буде зосереджуватись на питаннях безпеки [19].

Хоча колективні та індивідуальні дії урядів дали певний позитивний ефект – знизили вартість залучення кредитів, зупинили стрімке падіння світових фондових індексів, врятували від банкрутства деякі провідні банківські установи, процес реформування світової фінансової архітектури знаходиться лише на початковому етапі. Фінансові ринки все ще характеризуються непевністю і нестабільністю, що дає підстави деяким економістам робити песимістичні прогнози щодо можливості другої хвилі фінансових потрясінь.

Прикладом такої нестабільності стало повідомлення уряду Дубаю в листопаді 2009 року про намір реструктуризувати найбільший державний фонд Dubai World, під контролем якого знаходяться порти країни і нерухомість, і відстрочити погашення його боргових зобов'язань, що сягають 59 млрд. дол. Звернення уряду емірату Дубай до інвесторів із проханням надати відстрочку по боргових вип фонду, на думку аналітиків, свідчить про наявність загрози найбільшого дефолту по суверенних облігаціях після аргентинського дефолту 2001 року. Не випадково ця звістка викликала найбільше із березня 2009 року падіння курсів акцій на європейських фінансових ринках. Оскільки фонд Dubai World більше всього заборгував європейським банкам, які ледве відновили свою ліквідність після фінансових потрясінь у США, знову з'явилися побоювання, що це може зупинити вихід із кризи банківських інституцій в Європі.

Свідченням нестабільності фінансових ринків і непевненості інвесторів є продовження падіння курсу долара США і стрімке зростання ціни на золото. Це породжує нові ризики дисбалансів світової економіки і актуалізує дискусії щодо створення наднаціональних «світових» грошей. Новий сплеск ціни на золото в свою чергу ставить питання про резервну позицію США і здатність уряду цієї країни підтримувати попит на свої

скарбничі зобов'язання. Хоча Мінфін США сам накопичив найбільші запаси монетарного золота в світі (261,5 млн. унцій, що складає приблизно третину від світового обсягу офіційних золотих запасів), попит на золото може збільшити його роль в офіційних резервах багатьох країн і, відповідно, зменшити можливості уряду США фінансувати програми виходу із кризи за рахунок рекордних за обсягами продажів своїх державних боргових зобов'язань.

Література:

1. Анатолій Гальчинський. Криза і цикли світового розвитку. Київ, 2009.
2. U.S. Housing Bubble. // FX Street. -<http://www.fxstreet.com/fundamental/analysis-reports/news-special-coverage/2006-11-28.html>
3. Calverley J. Financial Sector in Crises // The Financial Times. – September 10, 2008.
4. Soros erklärt China zum Gewinner der Finanzkrise. // Die Welt - 14 жовтня 2008 року. - <http://www.welt.de/wirtschaft/article2576066/Soros-erklaert-China-zum-Gewinner-der-Finanzkrise.html>
5. Arner D. The Global Credit Crisis of 2008: Causes and Consequences. – Asian Institute of International Financial Law Working Paper No. 3. – AIIFL, 2009.
6. World Bank 2009. Asli Demirguc-Kunt and Luis Servén. Are All the Sacred Cows Dead? Implications of the Financial Crisis for Macro and Financial Policies. Policy Research Working Paper # 4807. January 2009. Washington D.C.
7. The Financial and Economic Crisis: A Decent Work. AN ILO DISCUSSION PAPER. 23 March 2009.
8. FACTBOX - U.S. government bailout tally tops 504 billion pounds. // Reuters. - 2008. - <http://www.reuters.com/article/idUKN16126320080917>
9. Bebchuk L. A Plan for Addressing the Financial Crises // The Economists' Voice. – 2008. – Vol. 5, Issue 5
10. World Bank. Swimming Against the Tide: How Developing Countries Are Coping with the Global Crisis. Background Paper prepared by World Bank Staff for the G20 Finance Ministers and Central Bank Governors Meeting, Horsham, United Kingdom on March 13-14, 2009.
11. UN/A/63/XXX. Recommendations by the Commission of Experts of the President of the General Assembly on reforms of the international monetary and financial system 19 March 2009
12. UNCTAD/GDS/2009/1. Глобальный экономический кризис: системные сбои и многосторонние способы преодоления. Доклад Целевой группы секретариата ЮНКТАД по системным вопросам и экономическому сотрудничеству. Резюме. ООН, Нью-Йорк и Женева, 2009
13. Declaration. Summit on Financial Markets and the World Economy. // G-20. - http://www.g20.org/Documents/g20_summit_declaration.pdf
14. The Financial Times, 3.04.2009
15. Progress Report on the Actions of the Washington Action Plan. // G-20. - 2 April 2009. http://www.g20.org/Documents/FINAL_Annex_on_Action_Plan.pdf
16. G-20 Reaffirms IMF's Central Role in Combating Crisis. IMF Survey online. April 3, 2009
17. London Summit – Leaders' Statement. // G-20. - http://www.g20.org/Documents/g20_communique_020409.pdf
18. Leaders' Statement - The Pittsburgh Summit. // G-20. - September 24–25, 2009. - http://www.g20.org/Documents/pittsburgh_summit_leaders_statement_250909.pdf
19. Progress Report on the Actions to Promote Financial Regulatory Reform. // G-20. - 25 September 2009. - http://www.g20.org/Documents/pittsburgh_progress_report_250909.pdf
20. 25 September 2009. - http://www.g20.org/Documents/pittsburgh_progress_report_250909.pdf