



Финансовая нестабильность и монетарная политика Великобритании

Выступление Kate Barker, члена комитета по денежно-кредитной политике.

Банк Англии 23 октября 2007 г.*

Высказанные здесь мнения являются моими собственными и необязательно отражают позиции Банка Англии или членов Комитета по денежно-кредитной политике (Kate Barker).

Вступительная часть

Одна из широко обсуждаемых экономистами тем – почему экономики многих индустриально-развитых стран обрели большую стабильность экономического роста и инфляции за последние десять с лишним лет. В Великобритании подобная относительная стабильность превалирует со времени адаптации к инфляционному таргетированию. В нынешних обстоятельствах, важно обратиться к предшествующим периодам, когда наблюдались шоки на финансовых рынках, и сегодня мы находимся в середине одного из них.

В то время как недавние финансовые потрясения имели незначительное влияние на макроэкономику, например, экономика США резко замедлила темпы развития в 2001/2002 годах в период ослабления рынка акций, подобные последствия были относительно ограниченными. За последние десять лет не наблюдалось признаков рецессии ни в США, ни в европейском союзе, а в Великобритании не наблюдалось отрицательного роста на протяжении квартала, со второй половины 1992 года. Результатом независимости Банка Англии, провозглашенном в 1997 году, явился удивительно стабильный уровень инфляции. Только лишь в марте 2007 уровень инфляции отклонился больше чем на один процентный пункт от цели Правительства. И это несмотря на серию потрясений за пределами Великобритании, включая, кроме того, дезинтеграцию на финансовых рынках за счет значительного роста цен на нефть (а совсем недавно и на другие товары), наибольшего с 2004 года. В то время, как весь спектр подобных событий позиционировал некоторые возможные риски нарушения стабильности, он остается обстоятельством, имеющим значение в краткосрочной перспективе, а внутренняя кредитно-денежная политика будет определять (регулировать) внутреннюю инфляцию, несмотря на развитие событий на международных рынках.

До последних турбулентностей на финансовых рынках, экономическая ситуация оставалась устойчивой как на глобальном уровне, так и в Великобритании. С 2004 года, мировая экономика росла темпами порядка 5% годовых, и даже в Великобритании взвешенные по торговле стандартные условия соглашений о будущей процентной ставке (trade-weighted terms), которые оказали меньшее давление на быстрорастущие азиатские

страны, показали результат между 3% и 4%. В еврозоне, после периода замедленного роста, темпы развития недавно выросли до почти 3%. В Великобритании, после краткосрочного замедления в начале 2005, наблюдался период необычайно высоких темпов роста на уровне около 0,8% на протяжении семи кварталов подряд, в соответствии с последними прогнозами Бюро Национальной Статистики. А в соответствии с внутренними ожиданиями Банка, рост несколько ускорился в сравнении с темпами недавних кварталов. Ободряет то, что этот рост не зависел от расходов домохозяйств, которые росли на уровне темпов всей экономики, в то время, как бизнес инвестиции (капвложения коммерческих предприятий) в 2006 году росли намного более сильными темпами. Но, параллельно с подобным сильным глобальным и внутренним экономическим толчком, также наблюдались потенциальные источники слабости. В частности, существуют давние беспокойства в отношении масштаба текущего дефицита бюджета США, который за последние пять лет, в среднем составлял 5,5% ВВП США. Большое количество комментариев сфокусировано на том, как это можно поправить, со множеством подробных обсуждений, с участием уважаемых людей, и с вероятностью довольно существенной девальвации доллара¹. В действительности, доллар США в сентябре 2007 года, упал на 30% от своих пиковых значений начала 2002 года, на взвешенных по торговле условиях. Другой основной темой беспокойства стало низкое значение процентной ставки в ведущих странах Организации Экономического Сотрудничества и Развития (ОЭСР) начиная с 2001 года, что, вкуче с другими факторами, такими как большой убежденностью в экономической стабильности, привело к сокращению премии за риск и к резкому росту цен многих активов. В результате чего, ОЭСР и МВФ усилили беспокойство в отношении очень высоких уровней цен недвижимости в нескольких экономиках². А быстрый темп роста глобального спроса, начиная с 2004 года привел к повышательному давлению на цены основных товаров. Цены на металлы для нужд промышленности выросли практически на 111%³ в первой половине октября 2007 от уровней января 2004 года. В тот же период, цена нефти марки Brent в стерлинговом выражении выросла на 126%, и продолжила расти на протяжении последних недель.

Сегодня я рассмотрю два важных события, относящихся к текущему обсуждению того, каким может оказаться влияние финансовых потрясений. Первое, что может быть принято во внимание на основании последних событий относится к надежности ранних откликов прогнозистов и бизнес обзоров. Второе - обсуждаются потенциальные риски для рынка недвижимости Великобритании.

¹ Например, Obstfeld and Rogoff (2004)

² См. OECD (2005) и IMF (2007)

³ *Economist* индекс металлов (который включает никель, олово, медь, свинец и алюминий), цены отражены в фунтах стерлингах по рыночным валютным курсам.

Недавние финансовые потрясения

Причины финансовых потрясений, которые начались в начале августа, и ход развития турбулентностей, были подробно описаны здесь⁴. Во время недавней значительной волатильности многих активов, рынок капиталов и валютный рынок ослабли, и этот период волатильности еще не закончился. Может быть полезным вспомнить где сейчас находятся ключевые цены, в сравнении с доавгустовскими уровнями. По сравнению с концом июля, в конце рабочего дня 19 октября, трехмесячная ставка LIBOR была выше почти на 0,5 процентных пункта ожидаемой официальной процентной ставки неявно выраженной в процентной ставке овернайт по стерлинг свопам, изменившись в разы за последние два месяца и оказавшись выше более чем на 1 процентный пункт. Десятилетние безрисковые процентные ставки оказались на уровне 4,6%, которые наблюдались в конце июля, однако, достигли пика в 4,8% в конце сентября. Спрэды по корпоративным неинвестиционного уровня (спекулятивным) бондам, номинированным в фунтах стерлингов, оказались на 83 базисных пункта выше, но вновь значительно ниже верхних уровней середины сентября. Эффективный обменный валютный курс фунта снизился на 2,5% в рассматриваемый период, упав на 3,3% против Евро, но несколько вырос против доллара США. Индекс FTSE по всем акциям (FTSE All-Share) не изменился с уровнем конца июля, по состоянию на последнюю неделю, однако волатильность сохранилась. Хотя текущие условия и остались неизменными, стоит отметить, что падение обменного курса послужит поддержкой росту и повысит уровень инфляции.

Оценивая влияние таких событий на монетарную политику, ключевыми моментами остаются: насколько изменятся перспективы экономики США, как это повлияет на перспективы других стран, насколько сильными и длительными обещают быть ужесточения условий кредитования для бизнеса и для домохозяйств, и окажет ли это негативный эффект на их уверенность.

Что касается экономики США, многие прогнозисты пересмотрели свои оценки роста в сторону его снижения, например, прогноз *Consensus Economics*⁵ на 2008 сейчас находится на уровне 2,4%, что ниже на 0,4 процентных пункта, чем в июле. Однако, принимая во внимание степень пересмотра, невозможно полностью оценить влияние на мировую экономику. В тоже время, эффект торговых потоков может быть оценен по предыдущему опыту, более важное влияние на Великобританию может быть оказано со стороны мировых финансовых рынков, хотя результаты влияния на бизнес и домохозяйства определить нелегко.

⁴ Например, речь Председателя Северо-ирландской Торговой Палаты (The Northern Ireland Chamber of Commerce), 9 октября 2007.

⁵ *Consensus Economics* публикует регулярные индексы средних ведущих групп экономических прогнозов

Прогноз и отклики бизнеса, полученные в ходе опроса по последним событиям

Принимая во внимание среднесрочное влияние со стороны потрясений на финансовых рынках, возникает вопрос, какая из тенденций и первоначальных реакций в перекладе на деловое доверие и инвестиционные намерения станет двигаться в неблагоприятном направлении, относительно конечного результата. Если предыдущие высказывания верны, то это послужит доказательством некоторых гарантий в интерпретации бизнес оценок данных за последние несколько месяцев.

Почему влияние на бизнес настроения должно было стать чрезмерным? Одной из возможных причин может стать то, что в прошлые периоды финансовых потрясений, экономические прогнозы первоначально могли быть пересмотрены в сторону значительного снижения, а пересмотры подобного рода прогнозов затем приводили к излишнему пессимизму бизнеса. Возвращаясь назад к истории прогнозирования средних, осуществляемых *Consensus Economics*, это лишь отчасти кажется правдой. На примере кризиса механизма валютных курсов (ERM) в 1992 году, например, прогнозы по росту экономики Великобритании на 1993 были снижены, но окончательный результат оказался сильнее, нежели докризисные прогнозы (являясь по большей части следствием ослабления монетарных условий, см. Chart 2). С другой стороны, для Германии потребовалось несколько месяцев для того, чтобы прогнозы отреагировали на расширившееся ослабление экономики в 1993 году, когда ВВП упал на 0,8%.

На волне событий 9/11, прогнозы роста мирового ВВП на 2002 год были пересмотрены в сторону значительного снижения, но окончательный показатель оказался выше прогноза в 1,1%, сделанного в конце 2001 года. В основном это явилось следствием лучшего, нежели ожидалось роста в США. В Великобритании, первоначальный прогноз в сторону понижения был заметно откорректирован, а в Германии рост ВВП в действительности оказался даже слабее, чем предполагалось первоначальной ревизией в сторону понижения.

Один только эпизод, который убедительно подтверждает тему первоначального пессимизма – это дефолт России и связанный с этим коллапс LTCM (Long Term Capital Management – хедж фонд, понесший потери в результате кризиса) в начале осени 1998 года. Это событие отразило начало резкого пересмотра в сторону снижения для Великобритании, Германии и мировой экономики. Для Великобритании и глобальной экономики в целом пересмотр оказался чрезмерно пессимистичным⁶. А в США, где прогнозы не были пересмотрены в сторону снижения, окончательный результат на 1999 оказался намного выше, чем ожидалось в конце 1998.

⁶ Хотя данные по Великобритании за 1998/99, опубликованные во время событий, были значительно слабее, нежели опубликованные впоследствии пересмотренные результаты.

Конечно, этот экскурс в историю является предметом всестороннего изучения. Достаточно очевидно, что политика может реагировать более или менее сильнее, нежели ожидалось прогнозистами, а также другими непредвиденными обстоятельствами, оказывающими в итоге определенное влияние.

Изучая отклики, бизнес обзоров на финансовые кризисы, была учтена серия периодов, начиная с 1992 (Chart 1)⁷. Наблюдаем отход фунта стерлингов от механизма валютных курсов в 1992, коллапс Baring's в 1995, азиатский кризис 1997/98, коллапс LTCM в 1998 и события 9/11.

Рассматривая деловое доверие и инвестиционные намерения (Chart 3-4), для сферы производства и для сферы услуг, двумя событиями, связанными со значительным ухудшением результатов обзоров были – коллапс LTCM и 9/11.

Резкое падение делового доверия вокруг события с LTCM, нашедшее наиболее полное отражение в производственном обзоре Конфедерации британской промышленности, не было связано с последующим продолжительным снижением ВВП, по крайней мере, в текущих оценках данных (Chart 5). Тем не менее, рост выпуска продукции осторожно вернулся к уровням 1999, хотя и менее резко, чем предполагал обзор Конфедерации британской промышленности. Рост производственных капвложений весьма заметно упал в 1999, в основном отражая регулирование волны инвестиций в 1998, как результат обеспокоенностью возможными проблемами программного обеспечения при переходе в новое столетие.

Сообщение 9/11, ВВП действительно снизился, а капвложения сократились. Однако, рост ВВП замедлился еще перед этим событием, указывая на понижательную переоценку для Великобритании в конце 2001 и подтверждая масштабную коррекцию, а бизнес обзоры отразили подобный пересмотр взглядов.

И для прогнозов и для бизнес обзоров, возможно не станет неожиданностью, существенным выводом стало то, что не существует унифицированной тенденции по поводу первичной реакции на финансовые потрясения неподтвержденной снижениями деловых настроений. В любом случае, до сих пор в этом эпизоде существует незначительный признак слабости обзора, например, последний экономический обзор Британской Торговой Палаты предположил, что деловое доверие и инвестиционные устремления в действительности лишь незначительно изменились в третьем квартале 2007.

⁷ Маленький шип относится к 9/11 в 2001, а пик в 2004 кажется не имеет отношения к какому-либо особому источнику напряжения.

Расходы домохозяйств и рынок недвижимости Великобритании

Если первоначальная очевидность коммерции предполагает некоторую эластичность, существует ли большая обеспокоенность состоянием сектора домохозяйств? Обзор состояния рынка ссудных капиталов опубликованный банком Англии в сентябре 2007⁸ по факту предположил, что в то время, как финансовые институты были подвержены влиянию со стороны ужесточения условий кредитования для компаний, на сектор домохозяйств это оказало меньшее влияние. К настоящему времени, существуют незначительные свидетельства для большинства домохозяйств о неблагоприятных последствиях на сферу предоставления займов, в то время, как процентные ставки выросли, в большинстве случаев крайне резко, а ипотечное кредитование стало оцениваться как более рисковое. В то время, как это обрежет финансы затронутых проблемой домохозяйств, по большому счету не ожидается значительного негативного эффекта на макроэкономику. Но распространяющийся далее риск, очевидно, вырастет, если произошел существенный спад на рынке недвижимости. Акцентирую внимание на том, что это не основное мое ожидание – перспектива рынка недвижимости достаточно неоднозначна, а незначительное событие может стать следствием развития по любому сценарию.

Большинство повышений цен на недвижимость в Великобритании, в недавние годы, могли стать следствием низкого уровня процентных ставок, стабильности экономики и относительно слабого отклика предложения на растущий спрос. Однако, уровень цен на жилище, по многим ожиданиям, находится на уровне объяснимом фундаментальными показателями⁹, а следовательно, чего-то неопределенного для изменения в ожидании будущих цен. Но отнюдь не очевидно, почему недавние события на финансовых рынках должны продемонстрировать реакцию на подобное изменение. Во-первых, не ожидался экономический спад, с ассоциированным резким ростом безработицы. Во-вторых, хотя достаточно рано достичь убедительных выводов, баланс доказательств до сих пор в пользу образа действий домохозяйств остается утешительным. В сентябре показатель потребительского доверия лишь незначительно ухудшился. Уровни розничных продаж оставались достаточными на протяжении третьего квартала, хотя скидки означали, что розничные цены выросли лишь незначительно.

В тоже время, существуют некоторые доказательства того, что рынок недвижимости стал слабее после укрепления в первой половине 2007 года. В частности, в соответствии с обзором Королевского Института Топографов (Royal Institution of Chartered Surveyors - RICS), агенты по продаже недвижимости отчитывались об ожиданиях падения цен еще с августа. Далее, хотя недавние данные по одобрению займов предполагают меньшее количество транзакций, коэффициент активности продаж (Sales/stock ratio) предоставляемый RICS остался неизменным с июля, на фоне снижения количества новых инструкций по продаже. В тоже время, не существует убедительных доказательств значительного снижения роста цен на недвижимость.

⁸ Банк Англии (2007г.)

⁹ ОЭСР (OECD) (2005г.)

Хотя индекс Halifax упал в сентябре, оба индекса кредиторов часто двигались в неопределенном направлении в течение месяца. Среднее значение этих двух индексов за третий квартал выросло на 1,3%, в прошлом квартале и на 10% к предыдущему году.

Потенциальным источником ослабления мог стать рынок Buy to Let Mortgages (BTL), как комбинация высоких процентных ставок, незначительного изменения в рентах что возможно ослабило ожидания удорожания. Новые Buy to Let Mortgages составляли 12% общих ипотечных кредитов (включая повторную ипотеку) в первой половине 2007, поэтому снижение этого спроса, даже если нынешние собственники BTL решили не продавать, может значительно расшатать рынок. Приведет ли это к сдерживанию спроса первоначальных покупателей (FTB), сохранению цен, будет также зависеть от ожиданий. Если падение текущих цен стало ожидаемым, то перспективные FTB могли просто решить оттянуть свое вхождение в рынок, изменив недавнее желание. Это породило неуверенность в ожиданиях, что смазало прогноз.

Важным вопросом в монетарной политике является то, какое влияние любое замедление рынка недвижимости окажет на спрос. Предыдущий опыт предполагает, что изменения уровня инфляции цен на недвижимость имеют огромный эффект на потребление домохозяйств, если оба показателя управляются изменениями в ожидании доходов домохозяйств. В нынешних обстоятельствах, это изменения в условиях кредитования что, как ожидается, оказало влияние на цены на недвижимость, и в этом случае можно ожидать относительное приглушение отклика расходов на изменения инфляции цен недвижимости. Это отразит опыт ранних лет текущей декады, когда несмотря на очень высокий рост цен на недвижимость, рост потребления домохозяйств не увеличился.

В дополнение, возможно существовал некоторый эффект от падения объемов инвестиций в жилье. Часто обсуждалось, что планирование строительства означает то, что жилищное строительство в Великобритании недостаточно поддается изменениям инфляции цен недвижимости. Хотя это четко проявляется в периоды растущих цен, застройщики находят более простым снизить объемы строительства. Безусловно, одно из ожиданий предполагает, что эластичность предложения в период бума – это половина снижения цены в период снижения цен на недвижимость.

Последний период существенного ослабления цен на недвижимость наблюдался в ранних 1990-х и имел место в очень различных экономических условиях (а также разнообразных условиях на рынке недвижимости, например, процентное отношение суммы займа к оцененной стоимости заложенного под этот заем имущества для FTB сейчас 90%, по сравнению с 95% в начале 1989). Тем не менее, можно отметить, что общее количество окончаний строительства в частном секторе в Англии упало на 20% в период между 1989 и 1992 годами. В тот же самый период, инвестиции в жилье, которые стали выше 4,5% ВВП в 1988 году, упали на 24%.

За последние пять лет, инвестиции в жилье добавили в среднем 0,2 процентных пункта к росту ВВП, в годовом исчислении. Признаки потенциального замедления выпуска

продукции уже очевидны, по крайней мере, для новых зданий. В то время как завершение строительства домов в Англии, в первой половине 2007 года оказалось на 9% выше, чем в тот же период 2006 года, начала строительства домов остались для того же базиса на 10% ниже. Несмотря на результаты калькулирования инвестиций в жилье, которые составили почти 3,5% ВВП в 2006 году, любое потенциальное снижение будет более ограничено, чем в начале 1990-х (или в США, где инвестиции в жилье оказались на уровне 5,8% ВВП в 2006 году).

Выводы

Потрясения на финансовых рынках, которые начались 9 августа изменили в сторону снижения баланс рисков вокруг экономической активности в Великобритании. Это не стало сюрпризом, учитывая часто возникающие беспокойства в отношении чрезмерно низкой премии за риск а также беспокойств по-поводу корректировки со стороны потребителей США, в том, что возникла некая новая форма неорганизованной коррекции. Но определенное направление развития событий стало неожиданным, а беспокойства в отношении рынка субстандартной ипотеки в США привели к увеличению неопределенности в отношении оценок обеспеченных активами ценных бумаг, и все еще остается причиной, по которой рынки по этим ценным бумагам были очень ограничены.

Бизнес опросы часто использовались как опережающие индикаторы того, как события на финансовых рынках будут влиять на остальную экономику. Но это предполагало, что бизнес опросы, возможно, повлиявшие на пессимистичные экономические прогнозы, имели в прошлом слишком удручающий первоначальный отклик. Возвращаясь назад к предыдущим финансовым потрясениям, возникает более смешанная картина, которая предполагает, что бизнес опросы должны дать взвешенную оценку влиянию недавних событий на всю экономику, хотя события осени 1998 приводят доводы в пользу осторожности, если опросы внезапно ухудшаются. Этой осенью, тем не менее, данные бизнес опросов не указывали на возможные рыночные потрясения.

Что касается отклика потребителей, существует некоторый риск вокруг поведения рынка недвижимости, хотя и не понятно, почему недавние события дали толчок, который многозначительно меняет предыдущие ожидания непрерывного устойчивого роста цен на недвижимость. Даже если и существовало значительное ослабление на рынке недвижимости, отклик потребления домохозяйств может быть смазан, с того времени, как не ожидалось связи с растущей безработицей или ухудшением ожиданий в отношении доходов домохозяйств. Но, риск умеренного эффекта снижения выпуска продукции со стороны ослабевающего тренда инвестиций в жилье не должен быть проигнорирован.

Нашим ключевым моментом остается удержание в колее уровня инфляции для обеспечения целевого уровня в среднесрочном периоде. Комитет по денежно-кредитной политике учитывает моменты, описанные выше, наряду с другими существенными экономическими тенденциями для определения в какой мере здоровая, до сих пор, экономическая ситуация возможно была подвержена влиянию со стороны недавних потрясений на финансовых рынках. Не все изменения с начала августа оказали понижательное давление на уровень инфляции, например, слабый фунт стерлингов, если

подтвердится, приведет к повышению цен. Повышательное давление со стороны товарного рынка, в особенности нефтяного рынка, также остается влияющим фактором. В начале августа, высказывалась обеспокоенность в отношении того, что замедление экономики, чему предшествовало ужесточение монетарной политики, имевшее место с августа 2006 года, могло не материализоваться в достаточной мере в сторону уменьшения нарастающего инфляционного давления. Факты со стороны бизнес опросов и индикаторов рынка недвижимости могут стать важной частью оценок в следующие несколько месяцев в отношении того, как далеко понижательные риски увеличились на перспективу.

Рис. 1. Спред между трехмесячной LIBOR и ставками по процентным свопам овернайт в стерлингах и трехмесячной LIBOR (а начале квартала) и официальной ставкой (средняя за квартал)

Рис. 2. Exchange Rate Index стерлинга и официальная ставка в Великобритании

<http://www.bankofengland.co.uk/publications/news/2005/045.htm>

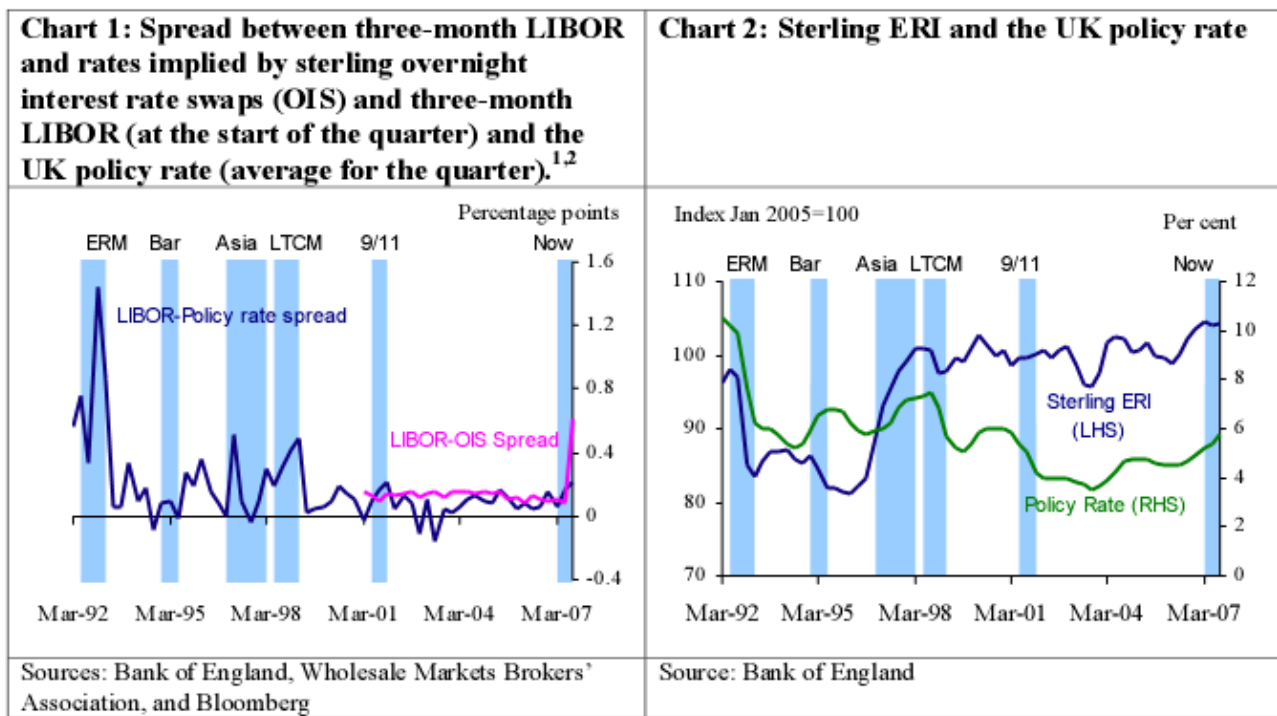
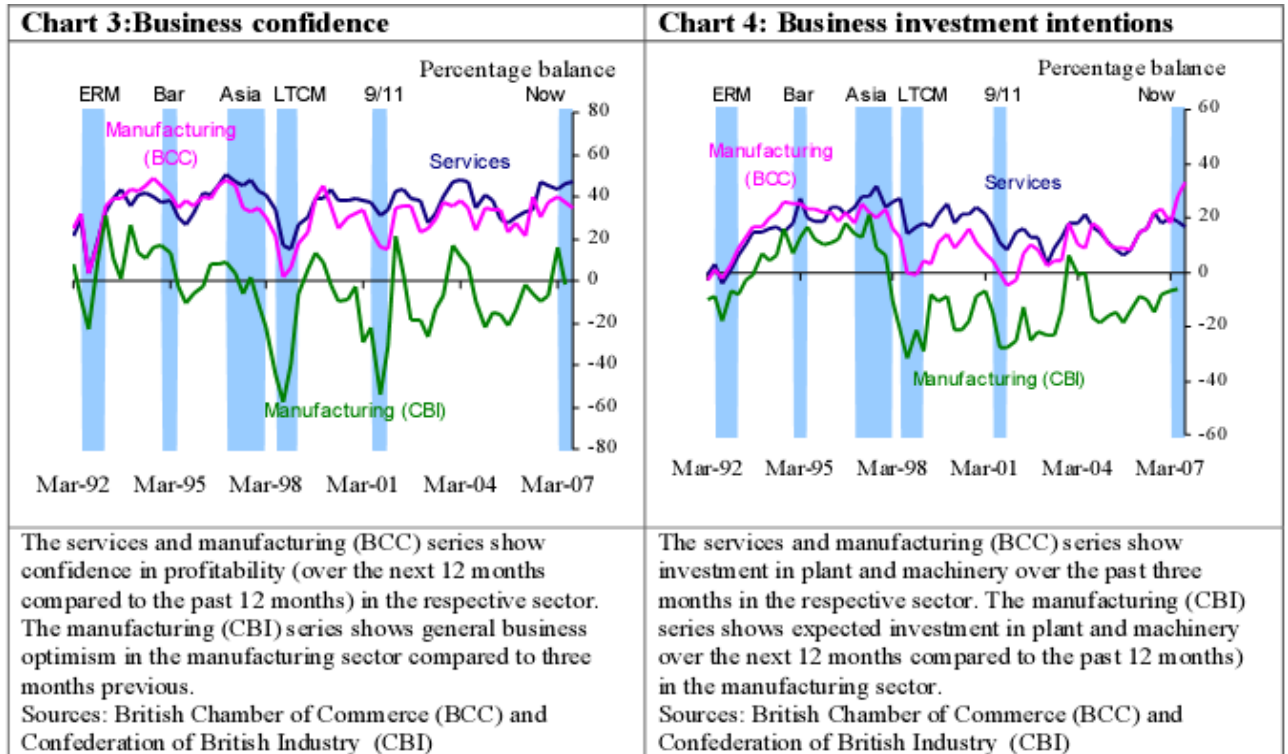


Рис. 3. Деловое доверие

Рис. 4. Планируемые производственные капиталовложения

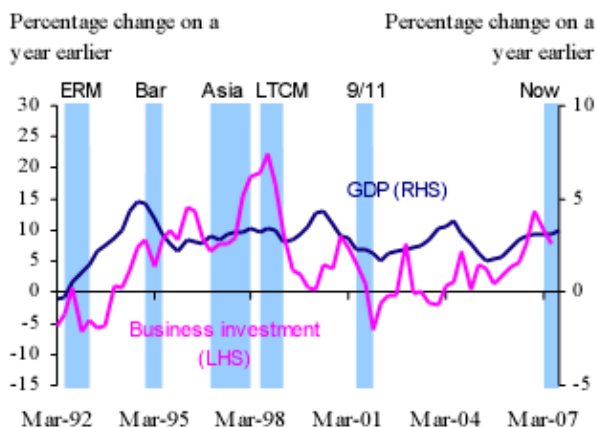


Линии производственного (BCC) и сектора услуг показывают настроения и рентабельность (в следующие 12 месяцев, в сравнении с последними 12 месяцами) в соответствующем секторе. Производственная линия (CBI) показывает бизнес оптимизм в производственном секторе по сравнению с предшествующими тремя месяцами.

Линии производственного (BCC) и сектора услуг показывают инвестиции в машины и оборудование в последние три месяца в соответствующем секторе. Производственная линия (CBI) показывает ожидаемые инвестиции в машины и оборудование в следующие 12 месяцев, в сравнении с последними 12 месяцами в производственном секторе.

Рис. 5. ВВП и инвестиционные планы

Chart 5: GDP and investment outturns



Source: ONS

Notes:

¹ Three-month LIBOR rates reflect expectations of monetary policy over the following three months as well as credit and liquidity conditions. To control for changes in monetary policy expectations LIBOR is compared with the average expected policy rate implied by sterling overnight interest rate swaps (OIS) over the same three months. As OIS data is not available prior to 2001 we also show the three-month LIBOR less policy rate spread. LIBOR is measured at the start of the quarter and the policy rate as the average over that quarter, which will be a good approximation to the extent that agents had perfect foresight of the policy rate. However, movements in this series could be due to unexpected movements in policy rates which violate the perfect foresight assumption. As the latest data point for this measure shows LIBOR at the start of the third quarter this series does not yet pick up the recent tightening of liquidity.

² The abbreviations above the charts relate to the episodes of financial disruption surrounding the following events: ERM to the UK's departure of the European Exchange Rate Mechanism, Bar to the failure of Barings Bank, Asia to the Asian crisis, LTCM to the Russian sovereign default and associated collapse of Long Term Capital Management, and 9/11 to the terrorist attacks of 11 September 2001.

¹ Трехмесячные ставки LIBOR отражают ожидания монетарной политики в следующие три месяца, также как и состояние ликвидности и условия кредитования. Для контроля изменений в ожиданиях в монетарной политике LIBOR сравнивалась со средним ожиданием официальной ставки, выраженной через стерлинговые овернайт процентные свопы за те же три месяца. Т.к. OIS данные недоступны до 2001 года, мы также показали более ранний трехмесячный спред LIBOR-официальная ставка. LIBOR отсчитывалась с начала квартала, а официальная ставка как среднее значение в этом квартале, что станет хорошей аппроксимацией того, что агенты имеют достаточный уровень прогнозирования. Последние данные указывают на то, что линия LIBOR в начале третьего квартала еще не достигла пика после недавнего ужесточения условий ликвидности.

² Аббревиатура над графиками принадлежит к моментам финансовых потрясений близким к следующим событиям:

ERM – к отходу Великобритании от европейского механизма валютных курсов;

BAR – к банкротству Barings Bank;

Asia – к азиатскому кризису;

LTCM – к дефолту России и коллапсу фонда Long Term Capital Management;

9/11 – к террористической атаке 11 сентября 2001г.

Перевод: Вячеслав Поляков - Главный финансовый аналитик ФГ «Калита-Финанс».

** Перевод максимально приближен к тексту, с целью наиболее достоверного изложения материала. При этом возможны нестандартные речевые обороты (прим. переводчика).*