

МЕЖДУНАРОДНЫЕ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ОТНОШЕНИЯ

М.М. ТУРИЯНСЬКА, к.е.н.,
ДонНТУ

ДЖЕРЕЛА ЗАЛУЧЕННЯ ІНВЕСТИЦІЙНИХ РЕСУРСІВ НА МІЖНАРОДНИХ ФІНАНСОВИХ РИНКАХ

У результаті суттєвих ринкових перетворень Україна одержала можливість безпосереднього доступу до міжнародних фондових ринків для залучення інвестиційних ресурсів. За таких умов доцільно будувати політику зовнішнього запозичення відповідно до довгострокових світових тенденцій у цій області.

Проблемі глобалізації економіки присвячено багато наукових праць [1,2,3,4,5,6], але майже немає робіт, присвячених використанню зовнішніх забезпечень.

Як відзначають провідні спеціалісти з світових фінансових проблем, національні ринки у всезростаючому ступені залежать у даний час від іноземних інвесторів, іноземних активів, іноземних фінансових посередників і тенденцій розвитку економік інших країн [7, с. 516].

Разом з тим економічна і фінансова глобалізація несе визначені небезпеки:

- жодна країна світу, незалежно від рівня її розвитку, не може тепер забезпечити стійкий розвиток своєї економіки без активної господарської взаємодії зі світовими партнерами;
- будь-яка країна світу не може цілком відокремити свою економіку від негативного впливу економічних і фінансових збурювань і криз, що виникають у навколишньому світі.

Метою статті є дослідження динамічного фактора фінансової глобалізації – міжнародного руху кредитних ресурсів з урахуванням впливу на цей процес економічної і фінансової глобалізації і можливостей України залучати міжнародні інвестиційні ресурси.

Характерною ознакою міжнародного фінансового ринку є те, що операції на ньому не підпадають під регулювання будь-якої однієї країни. Вкладниками і по-

зичальниками міжнародного фінансового ринку виступають уряди, центральні банки, міжнародні фінансові інститути, транснаціональні корпорації (ТНК), фізичні особи окремих держав, міжнародні організації.

В умовах глобалізації економіки та фінансів все більше залучається інвестиційних ресурсів на міжнародному фінансовому ринку, який є конкурентним для позичальників та надзвичайно диверсифікованим.

Незначний обсяг пропозиції при значних потребах, високі процентні ставки та інфляційний тиск зумовлюють необхідність для України залучення зовнішніх інвестицій.

Для того, щоб визначити основні можливості залучення інвестиційних ресурсів на міжнародному фінансовому ринку, розглянемо нові тенденції його розвитку.

Введення в 1999 року єдиної європейської валюти – євро надало новий імпульс процесові глобалізації фінансових ринків. Зі зникненням у країнах Західної Європи національного валютного суверенітету, національних валют, валютних границь зросли темпи концентрації фінансового і промислового капіталу.

Міжнародний рух капіталів, будучи вираженням швидкого росту національних і світових фінансових ринків, значно полегшується в зв'язку з технічним прогресом в області інформатизації і комунікацій. Сучасні фінансові ринки сприяють взаємовигідному обмінові між тими, хто зберігає, і тими, хто продуктивно вкладає капітал, оптимізуючи його використання і максимізуючи світовий ВВП. Крім трансграничного переміщення капіталу, світові фінан-

сові ринки полегшують також передачу технологій в формі прямих інвестицій і виконують різноманітні страхові функції.

На початку останнього десятиріччя ХХ століття міжнародні трансферти капіталу перевищували 1,3 трлн. доларів США у день, що означало приблизно 130-кратний зріст за 20 років. Річна торгівля валютою перевищувала в цей період 400 трлн. доларів США, що наближалось до 80 річних обсягів світової торгівлі; за два десятиліття даний показник виріс у 40 разів. При цьому фахівці виділяють короткострокові, включаючи спекулятивні, компоненти, у т.ч. більш 10 трлн. доларів США іноземних депозитів у комерційних банках, що одержують між країнами в пошуках найвищого прибутку. Річний оборот ринків державних зобов'язань, де висока частка іноземного капіталу, на початку розглянутого десятиліття склав 60 трлн. доларів США (удвічі більше світового ВВП і майже в 12 разів – обсягу світової торгівлі). Світова торгівля акціями лише незначно уступила обсягові прямих (хоча і невисокомобільних) іноземних інвестицій – понад 3 трлн. доларів США. До кінця ХХ в. ці астрономічні показники ще більш збільшилися. Наприклад, оборот валютних бірж перевищив 2 трлн. доларів США у день. (приблизно 700 трлн. доларів США за рік) [8].

Високий рівень організації світової кредитно-фінансової системи, її здатність максимально повно акумулювати наявні у світі вільні грошові ресурси й ефективно розміщати їх у виробничі інвестиції перебороли зростання в останні роки ролі позикових фінансових ресурсів у забезпечення економічного і промислового розвитку. За період з 1999 по 2000 роки (табл. 1) загальний обсяг наданих банками всіх країн зовнішніх кредитів і позик склав 31838 млрд. доларів США (24% світового ВВП), що відбиває істотне значення зовнішнього запозичення у світовому економічному розвитку, хоча глобальна фінансова криза 1997-1999 років привела до помітного скорочення масштабів міжнародного запозичення (на 311 млрд. доларів США, або 3,8% у 2000 році в порівнянні з 1998 роком).

Як відзначив відомий у світі фінансист Джордж Сорос в роботі «Нова глобальна фінансова архітектура», «у цілому глобальна фінансова система стала менш надійною, оскільки значно постраждали авторитет і репутація МВФ» [9, с. 56]. У період кризи втручання МВФ було спрямовано на порятунок міжнародних кредитів від банкрутства, що привело до виникнення визнаної багатьма сьогодні проблеми морального ризику (moral hazard).

Таблиця 1

Загальний обсяг наданих банками всіх країн зовнішніх кредитів і позик за 1997-2000 роки*

Роки	Сума, млрд. доларів США
1997	7845
1998	8211
1999	7882
2000	7900
Всього	31838

*Bank for International Settlements Quarterly Report. June 2000. March 2001.

Дж. Сорос пише: «Термін «моральний ризик став модним і звучить досить переконливо у вустах ринкових фундаменталістів. Він додає моральне обґрунтування інститутів ринку, аморальному по сво-

їй природі, і цілком виправдує необхідність протидіяти будь-якому втручанням в ринкові процеси. Однак факт залишається фактом: функції кредитора останньої інстанції або страхування кредитів неможли-

во виконувати, не породжуючи проблему морального ризику» [9, с. 63].

Рекомендації Консультативної комісії з питань міжнародних і фінансових інститутів (Комісія Мельтцера, її голова Алан Мельтцер надав підсумкову доповідь Конгресові США і Федеральному Казначейству 8 березня 2000 року) передбачають різке обмеження функцій міжнародних фінансових інститутів. Для усунення проблеми морального ризику і виконання МВФ ролі квазикредитора останньої інстанції стосовно країн з ринками, що розвиваються, Комісія Мельтцера визначила наступні умови для ліквідних позик: вони повинні бути короткостроковими, надаватися по процентній ставці, що перевищує ставку поточних запозичень боржника, і носити чітко обговорений пріоритетний характер із правом першочергового звертання вимог на активи боржника. Щоб мати право на одержання таких кредитів, країна повинна відкрити свій фінансовий ринок для міжнародної конкуренції, забезпечити адекватну капіталізацію банківської системи і додержуватися відповідного курсу бюджетної політики, погодженому з МВФ.

Такі рекомендації не зв'язані з особливим моральним ризиком, але вони не сприяють і наданню значної допомоги країнам з ринками, що розвиваються.

Новим у діяльності міжнародних валютно-фінансових організацій стало підвищення відповідальності самих країн, що розвиваються, за стабільність національних ринків. Таким чином, міжнародні фінансові організації по суті відмовилися виконувати роль гаранта стабільності на фінансових ринках країн, що розвиваються.

У результаті змінилася схема взаємодії країн, що розвиваються, з міжнародними організаціями і приватними інститутами в регулюванні проблеми зовнішньої заборгованості.

Якщо раніше країни, що розвиваються, спочатку вели переговори з міжнародними організаціями, погоджували програми стабілізації, одержували кредити під ці програми і лише потім приступали до регулювання своїх відносин у рамках Па-

ризького і Лондонського клубів, то зараз усе змінилося. Країни, що розвиваються, змушені домовлятися з приватними і державними кредиторами і лише потім погоджувати свої програми стабілізації з МВФ.

Видача кредитів МВФ погоджується з конкретними результатами структурної перебудови в країнах, що розвиваються. Змінився характер кредитування. Донедавна програми розтягувалися на багато років, а самі кредити по суті набували довгостроковий характер. На сьогодні обсяги і терміни кредитування скорочуються лише у виняткових випадках.

Основні умови видачі кредитів МВФ:

- реструктуризація і зміцнення національних банківських систем;
- забезпечення доступу іноземних банків на національні ринки фінансових послуг;
- прийняття і виконання зобов'язань у відношенні стандартів фінансової діяльності (скорочення бюджетного дефіциту, раціоналізація державних витрат і т.д.);
- надання оперативної і достовірної фінансової інформації державними органами.

Світовий фінансовий ринок відкриває великі можливості залучення кредитних ресурсів шляхом розміщення облігацій. У середині 90-х років ріст цього ринку за рахунок нових випусків складав 400-500 млрд. доларів США в рік, у 1999 році приріст склав 1200 млрд. доларів США, і до середини 2001 року загальний обсяг ринку склав 6700 млрд. доларів США [10, с. 29].

Головними кредиторами й одночасно головними позичальниками на цьому ринку є розвинуті країни, на які стало приходиться до 80% представлених тут зобов'язань [11, с. 29].

За розрахунками автора, щоденний обсяг операцій на світовому ринку за 1990-2000 роки виріс у 2 рази (з 880 млрд. до 1900 млрд. доларів США), на ринку облігацій – у 5 разів (з 190 млрд. до 950 млрд. доларів США) і на ринку акцій – у 20 разів (з 40 млрд. до 800 млрд. доларів США). Таким чином, змінюється структура фінан-

сових інструментів ринку на користь інструментів реального сектора – корпоративних цінних паперів і їхніх похідних. Валюта як інструмент фінансового ринку поступово втрачає самостійне значення, і з ростом масштабів переливу капіталу валютні операції усе більше обслуговують рух капіталу. Більш 62% обсягу валютного ринку складають кошти в доларах, близько 17% – в євро, близько 8% – в ієнах і інші – кошти в інших валютах [12, с. 10].

Роль механізму перерозподілу фінансових засобів на світовому фінансовому ринку належить фондовому ринку, тому що банківські кредити складають лише 25% коштів, залучених промисловими компаніями й урядами в усьому світі [13].

Серед найважливіших сегментів світового фінансового ринку особливе місце займає синдицизоване кредитування, що дозволяє додати системі зовнішнього запозичення більше надійності і стійкості, чим може забезпечити надання кредитів на двосторонній основі. Застосування кредитних синдикатів дозволило розподіляти ризики між їхніми учасниками й істотно підсилити позиції кредиторів стосовно позичальника. На кінець 2000 року обсяг непогашених зобов'язань на цьому ринку складає близько 1500 млрд. доларів. Тут також пануюче положення займають розвинуті країни – їхня частка в складі позичальників стійко перевищує 80%, причому 60% приходить на країни, що входять у Групу 7 – група вищих керівників ведучих індустріальних країн з обслуговуючими її органами [11].

У сучасній світовій економіці грошовий капітал перестав бути дефіцитним ресурсом. Висока міжнародна мобільність кредитних засобів дозволяє їм швидко переміщатися з одних країн і регіонів світу в інші відповідно до змін ділової активності у світових масштабах. Рушійною силою цього переміщення служить різниця економічних потенціалів і умов розвитку окремих країн і їхніх угруповань. Воно викликає переміщення капіталу з ринків, на яких при даних темпах зросту економіки і ставках відсотка характерний надлишок пропозиції вільних грошових ресурсів, на

ті ринки, де складається недолік капіталу і виникає більше можливостей його ефективного застосування й одержання прибутку.

До числа найбільш важливих нових явищ, пов'язаних з фінансовою глобалізацією, можна віднести зростання значення ринкових методів запозичення в системі світових фінансових відносин. Відбуваються принципові якісні зміни в умовах доступу до зовнішніх запозичень, що виражаються в переносі акценту від системних урядових запозичень, на використання ринкових методів залучення позикових ресурсів у світових масштабах. За час трансформаційних перетворень ціни українського експорту зросли майже в 4,5 рази, а ціни імпорту – приблизно в 6 разів. За таких умов Україні доведеться в подальшому платити значно більше за імпорт, ніж буде отримуватися доходів від експорту, а це прямий шлях до запозичень, а, значить і більш глибокої боргової залежності [14, с. 21]

Системне урядове запозичення у вигляді кредитів і позик, наданих у порядку фінансового сприяння на основі спеціальних угод урядам тих країн, що виявилися в скрутному фінансовому стані, тепер застосовується тільки у відношенні так званих ринків, що народжуються – тобто до країн, що розвиваються, і країнам з перехідною економікою. У сучасних умовах до системних урядових запозичень відносяться кредити, отримані урядами країн-позичальників по лінії Паризького клубу кредиторів, Лондонського клубу кредиторів, а також по лінії МВФ, МБРР і інших міжнародних фінансових організацій.

На відміну від цієї форми руху світових кредитних ресурсів найбільшу силу набирають ринкові форми їхнього руху, під впливом яких відбувається світовий розподіл капіталів на основі ринкових принципів: волі руху, факторів прибутковості і надійності, перспектив економічного росту і прогресу.

Перенос акценту на ринкові принципи залучення позикових грошових ресурсів виявився в тому, що уряди розвинутих країн відмовилися від практики звертання до своїх партнерів і до міжнародних

фінансових організацій про надання кредитів і позик для фінансування дефіцитів державних бюджетів, платіжних балансів і в інших випадках неоліку грошових ресурсів.

Необхідною складовою інфраструктури міжнародного фінансового ринку є рейтингові агентства, які регулярно проводять оцінювання кредитоспроможності позичальників і за результатами оцінювання присвоюють позичальникам певні кредитні

рейтинги, що враховуються банками-кредиторами при наданні позик і учасниками ринку при інвестуванні коштів у боргові зобов'язання емітентів-позичальників.

Одним з основних кредитних рейтингів, що надаються відомими рейтинговими агентствами «Moody's» та «Standards Poor's», є рейтинги облігацій, які досить точно відображають кредитний рейтинг самих емітентів-позичальників (табл. 2).

Таблиця 2

Рейтинги облігацій

Категорія облігації	Дохід при погашенні	«Standards Poor's»	«Moody's»
Висок якості	Найнижчий	AAA, AA, A	Aaa, Aa, A
Середньої якості	Середньонизький	BBB, BB, B	Baa, Ba, B
Спекулятивні	Середньовисокий	CCC, CC, C	Caа, Ca, C
Ризикові	Найвищий	ДДД, ДД, Д	Не оцінюються

Граничними для інвестування коштів вважаються кошти в боргові зобов'язання вищих рейтингів. Ймовірність невиконання зобов'язань з боку позичальників класів AAA-AA становить 0-0,005%,

класів А-BBB – 0,05-1%.

Більш докладну систему рейтингу довгострокових боргових зобов'язань наведено в табл. 3.

Таблиця 3

Рейтинги довгострокових зобов'язань

Ранг	«Moody's»	«Standards Poor's»
Інвестиційний		
Винятковий	Aaa, Aaa1, Aaa2, Aaa3	AAA+, AAA, AAA-, AA+
Відмінний	Aa, Aa1, Aa2, Aa3	AA, AA-, A+
Добрий	A, A1, A2, A3	A, A-, BBB+
Достатній	Baa, Baa1, Baa2, Baa3	BBB, BBB-, BB+
Спекулятивний		
Сумнівний	Ba, Ba1, Ba2, Ba3	BB, BB-, B+
Низький	B, B1, B2, B3	B, B-, CCC+
Дуже низький	Caа, Caа1, Caа2, Caа3	CCC, CCC-, CC+
Гранично низький	Ca, Ca1, Ca2, Ca3	CC, CC-, C+
Найнижчий	C	C

Систему кредитних рейтингів доповнюють рейтинги позичальників, у якій проводиться класифікація позичальників

залежно від їх можливостей по залученню коштів на ринку банківських кредитів обслуговуванню боргу тощо (табл. 4).

Таблиця 4

Класифікація позичальників клієнтів банку

Клас	Опис	«Moody's»	«Standards Poor's»	Ризик непо- вен- нен- ня, %
1	Клієнти найвищої якості. Доступ до альтернативного фінансування забезпечений при будь-яких економічних умовах. Грошовий потік стабільний та структура балансу відмінні	Aaa, Aa	AAA AA	0
2	Клієнти високої якості. Доступ на альтернативні фінансові ринки незначною мірою обмежений. Грошовий потік на покриття процентів значний відносно зобов'язань та процентних виплат	A	A	0-0,5
3	Клієнти вищі від середньої якості. Доступ на альтернативні ринки може бути обмеженим у періоди економічної нестабільності. Грошовий потік та покриття процентів значні, але можуть бути в період економічного спаду	Baa	BBB	0,5-1
4	Клієнти середньої якості. Доступ до альтернативних фінансових ринків можливий лише в сприятливій економічній періоди. Грошовий потік та покриття процентів адекватні, але в періоди економічного спаду	Ca	BB	1-2
5	Клієнти нижчі від середнього рівня. Доступ до альтернативних ринків обмежений навіть при сприятливих економічних умовах. Грошовий потік і покриття процентів прийнятні, але можуть сильно коливатись залежно від ситуації на ринку	Ca	CCC	2-5
6	Клієнти з високим рівнем ризику. В багатьох випадках закриття кредиту може завершуватись частковим продажем активів. Грошовий потік на покриття процентів обмежений	–	CC	5-10

В Україні на зовнішньому фінансовому ринку перебувають облігації зовнішніх державних позик (ОЗДП) – цінні папери, що розміщуються на міжнародних та іноземних фондових ринках і підтверджують зобов'язання України відшкодувати пред'явникам цих облігацій їх номінальну вартість з виплатою доходу відповідно до умов випуску облігацій.

ОЗДП України оплачуються виключно в конвертованій іноземній валюті відповідно до умов їх випуску. Емітентом облігацій є держава в особі Міністерства фінансів України. Грошові кошти, одержані від розміщення облігацій, надходять виключно до Держбюджету України.

Рішення про випуск ОЗДП України приймається Кабінетом Міністрів України.

Умовами випуску ОЗДП визначаються загальний обсяг випуску. Номінальна вартість однієї облигації, валюта, в якій деномінуються облигації, термін виплати, розмір доходу, термін погашення тощо.

У лютому 1998 року відбулася перша емісія єврооблігацій України, Міністерство фінансів України отримало від продажу єврооблігацій 732 млн. німецьких марок. За рахунок коштів, отриманих від розміщення єврооблігацій, була погашена заборгованість по кредиту Росії за 1997 рік у розмірі 104,2 млн. доларів США, здійснені платежі на зовнішньому боргу в розмірі 30 млн. доларів США та викуплені ОВДП на суму 320 млн. гривень. Залишок коштів становив 225 млн. гривень, був спрямований на фінансування інших бюджетних витрат.

Випуск єврооблігацій (номінал – 100 німецьких марок, термін обігу – 3 роки, річний купон по облигації – 16%) було здійснено через банк «Chase Manhattan Luxemburg». Перед розміщенням позики агентством «Moody's» Україні був присвоєний кредитний рейтинг В2. Облігації були розміщені серед інвесторів за цінами від 99,5 до 103% від номіналу, що забезпечило дохідність на рівні 16,2-14% річних. Процентна ставка 16% річних по ОЗПД, номінованих у німецьких марках, була найвищою на європейському ринку за останні п'ятдесят років.

У березні 1998 року Україною було здійснено другий випуск єврооблігацій обсягом 500 млн. єкю з терміном погашення через два роки та дохідністю на рівні 15,1%. Кошти, отримані від розміщення облигацій, були використані на погашення заборгованостей по заробітній платі, соціальних виплатах, на поповнення валютних резервів НБУ, що зазнали суттєвих втрат у результаті відтоку нерезидентів з ринку ОВДП, та інші цілі. На травень 1998 року загальна сума зовнішнього боргу становила 10,5 млрд. доларів США.

З метою виконання Закону України «Про Державний бюджет України на 2003 рік» [15] Україна здійснила третій випуск єврооблігацій, деномінованих в доларах США в бездокументарній формі, загаль-

ним обсягом емісії на суму 800 млн. доларів США.

Номінальна вартість однієї облигації становить 1000 доларів США. Дохід на облигації нараховується за ставкою 7,65 відсотка річних. Відсотки за облигаціями сплачуються 11 червня та 11 грудня кожного року, починаючи з 11 грудня 2003 року в обсязі 38,25 долара США на одну облигацію. Погашення облигацій здійснюється 11 червня 2013 року.

Міжнародне рейтингове агентство Moody's підвищило рейтинг України по облигаціях в іноземній і національній валютах з У2 до В1 зі стабільним прогнозом. Крім того, поліпшило рейтинг країни по банківських депозитах з У3 до В2 і рейтинг державних внутрішніх позик з У2 до В1. Поліпшення рейтингу відбиває економічний ріст України, що, на думку експертного агентства, зв'язаний з реалістичною бюджетною політикою уряду, керованою інфляцією і ростом економічної активності в Росії. Позитивними факторами аналітики Moody's називають і проведення реформ в аграрному секторі, а також пенсійної і податкової реформ [16,с.38].

Проведене дослідження джерел інвестиційних ресурсів на міжнародних фінансових ринках дозволяє зробити такі висновки:

в процесі зовнішнього запозичення відбуваються істотні зміни, викликані особливостями сучасного етапу розвитку світової економіки, головною причиною яких є тенденція до глобалізації світової економіки і фінансів. Найбільш важливим результатом процесу глобалізації стає рух до більшої відкритості національних економік, збільшення їхньої сприйнятливості до впливу ззовні, усвідомлення масштабів і значення взаємної залежності і взаємного співробітництва, що дає змогу кращого розподілу фінансових ресурсів у світовому масштабі;

внаслідок глобалізації фінансових ринків держави втратили значною мірою важелі впливу на рух капіталів. Це означає, що в разі дестабілізації міжнародного ринку державі важче здійснити стабілізуючий вплив на національний ринок;

розвиток та глобалізація фінансових ринків створили передумови для значного зростання системного ризику і для зменшення рентабельності міжнародної банківської системи;

світовий фінансовий ринок відкриває можливості залучення кредитних ресурсів шляхом розміщення облігацій і в Україні, доцільно будувати політику зовнішнього запозичення відповідно до довгострокових світових тенденцій у цій області;

необхідно розробити нову стратегію використання зовнішніх запозичень, щоб сприяти зменшенню боргової залежності України.

Література

1. Зухба Д. С., Зухба Е. Н. Причины нестабильности глобального финансового рынка и возможные средства ее преодоления// Наукові праці Донецького національного технічного університету. Серія: економічна. Випуск 53. – Донецьк, ДонНТУ, 2002, - с. 148-154.
2. Махмудов А. Г. Глобализация и экономическая стратегия Украины// Прометей: региональный сборник научных трудов по экономике. – Донецк: Юго-Восток, 2001. – Вып. 4. – с. 159-168.
3. Туриянская М. М. Глобальная экономика – путь к экономическому росту Украины// Прометей: региональный сборник научных трудов по экономике. – Донецк: Юго-Восток, 2001. – Вып. 4. – с. 194-205.
4. Файвишенко Л. В. Глобализация и регионализация как феномены современного экономического развития стран с переходной экономикой// // Наукові праці Донецького національного технічного університету. Серія: економічна. Випуск 84. – Донецьк, ДонНТУ, 2004, - с. 24-31.
5. Фаминский И. П. Глобализация, регионализация и Россия// Прометей: региональный сборник научных трудов по экономике. – Донецк: Юго-Восток, 2001. – Вып. 4. – с. 67-81.
6. Ющенко Н. К. Экономическая глобализация и ее влияние на современный мир// Наукові праці Донецького національного технічного університету. Серія: економічна. Випуск 84. – Донецьк, ДонНТУ, 2004, - с. 6-12.
7. Caves R. E. Frankel Y. A., Jones R. W. Trade and Payments. – IV. J. – 1990. – P. 516.
8. Menshikov S. Indicators and Trends of Economic Globalization// A Paper Presented to the Roundtable Conference “The Global Economic Challenge to National Economies”. – Boston. – 1997. December.
9. Сорос Дж. Новая глобальная финансовая архитектура// Вопросы экономики. – 2000. - №12. – с. 56-84.
10. Bank for International Settlements Quarterly Review. – 2001. – September, p. 29.
11. Bank for International Settlements Quarterly Review. – 2001. – March, p. 29.
12. Bank for International Settlements Quarterly Review. – 2001. – March, p. 10.
13. Financial Time. – 2000. – 14 March.
14. Геєць В. Інноваційно-інноваційний шлях розвитку – модернізаційний проект розвитку української економіки і суспільства початку ХХІ століття// Банківська справа. – 2003, - № 4. с. 3-32.
15. Закон України “Про державний бюджет України на 2003 рік” від 26 грудня 2002 року № 380 – IV// Відомості Верховної Ради. – 2003. - № 10-11. – Ст. 86
16. Корреспондент. – 2003. - № 44. – 15 ноября. – С. 38.

Статья поступила в редакцию 02.03.2005